



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB
FACULDADE DE DIREITO – FD

Wilson Coelho Mendes

**INSIDER TRADING E INFORMAÇÃO RELEVANTE: ELEMENTOS
NO DIREITO ADMINISTRATIVO E PENAL**

Brasília – DF

2017

WILSON COELHO MENDES

**INSIDER TRADING E FATO RELEVANTE: ELEMENTOS NO
DIREITO ADMINISTRATIVO E PENAL**

Monografia apresentada ao Curso de
Graduação em Direito, Faculdade de
Direito da Universidade de Brasília,
como requisito parcial para obtenção
do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Mestre Eric Hadmann
Jasper

Brasília, 2017

Dedico esta conquista à Antônio Wilson,
Márcia Beatriz e Ana Beatriz, pilares da
minha jornada.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aqueles que foram minha base nessa jornada, meus pais Antônio Wilson e Márcia Beatriz. Seus ensinamentos e todo o amor que me forneceram foram fundamentais para que eu me tornasse um cidadão íntegro e consciente de minhas responsabilidades para com a sociedade. Ainda, são modelos de bondade e honradez que foram essenciais para a formação do meu caráter.

Também agradeço aos demais parentes, que sempre proporcionaram auxílio e conselhos positivos na minha caminhada. Em especial, às matriarcas Nelse Silva e Maria Doracy, pela sabedoria transmitida e pelo carinho com que sempre me acolheram, e ao meu Tio Marcus Vinicius, influência decisiva para que optasse pela carreira jurídica em vista da sua trajetória profissional brilhante. Igualmente, registro homenagem aos meus já falecidos avôs, Sérgio Coêlho e Antônio Mendes, que infelizmente não pude conhecer, por terem sido homens virtuosos na construção de suas famílias.

Ainda, agradeço aos mestres que me acompanharam desde o ensino infantil no Instituto Dom Barreto até a graduação na Universidade de Brasília. Notadamente, homenageio o professor Marcílio, Diretor já falecido do Instituto Dom Barreto e referência em ensino de qualidade no Brasil, bem como ao meu orientador Eric Hadmann Jasper que me forneceu instrução e acompanhamento imprescindíveis nessa etapa final e cuja carreira profissional e acadêmica é impecável.

Por fim, agradeço aos amigos e aos demais que contribuíram para o meu sucesso nessa jornada e que me acompanharão nos desafios seguintes a esta etapa. Sempre procurarei aprender mais e me aperfeiçoar, pois o bom profissional reconhece que nunca sabe o suficiente.

RESUMO

O presente estudo visa a analisar o posicionamento das esferas administrativa e penal brasileira sobre um elemento normativo do delito de *insider trading*, a informação relevante. Para tanto, será detalhado o desenvolvimento histórico do uso indevido de informação privilegiada e do fato relevante no ordenamento jurídico nacional, assim como as influências de ordenamentos jurídicos estrangeiros. A esta análise segue um exame minucioso do posicionamento emitido pela Comissão de Valores Mobiliários, órgão administrativo que regula o mercado de capitais, sobre a questão, tanto em aspectos conceituais como em nuances aplicáveis ao caso concreto. Posteriormente, realiza-se confrontação com a posição do Superior Tribunal de Justiça no julgamento do Recurso Especial n. 1.569.171, representativo da primeira condenação penal pelo delito de *insider trading* tipificado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, quando se assentou que o *insider trading* é norma penal em branco no que tange à definição de informação relevante e, portanto, torna-se necessário buscar a definição desse elemento normativo em outras fontes que não a legislação penal.

Palavras-chave: *Insider Trading*. Informação Relevante. Esfera administrativa. Esfera Penal.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the position of the Brazilian administrative and penal spheres on a normative element of the offense of insider trading, the relevant information. In order to do so, it will be detailed the historical development of the misuse of privileged information and the relevant fact in the national legal system, as well as the influences of foreign legal systems. This analysis follows a detailed examination of the position issued by the Comissão de Valores Mobiliários, the administrative body that regulates the capital market, on the issue, both in conceptual aspects and in nuances applicable to the specific case. Subsequently, a comparison is made with the position of the Superior Tribunal de Justiça in the judgment of Special Appeal no. 1,569,171, representing the first criminal conviction for the offense of insider trading typified in art. 27-D of Law n. 6.385/76, when it was established that insider trading is a blank criminal law with regard to the definition of relevant information and therefore it is necessary to seek the definition of this normative element in sources other than criminal law.

Keywords: Insider Trading. Relevant Information. Administrative Sphere. Penal Sphere.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Art. – Artigo

CF/1988 – Constituição Federal de 1988

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CEE – Comunidade Econômica Europeia

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DJe – Diário de Justiça Eletrônico

IN – Instrução Normativa

LSA – Lei das Sociedades Anônimas

LVM – Lei de Valores Mobiliários

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PAS – Processo Administrativo Sancionador

Rel. – Relator

REsp – Recurso Especial

SEC – *Securities and Exchange Commission*

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TRF – Tribunal Regional Federal

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. INSIDER TRADING E INFORMAÇÃO RELEVANTE.....	12
2.1 A evolução histórica do Insider Trading.....	12
2.2 O <i>insider trading</i> no Brasil.....	17
2.3 A criminalização do <i>Insider Trading</i>	24
2.4 Informação privilegiada e Informação relevante.....	27
3. ESTUDO SOBRE A CVM.....	34
3.1 A importância do posicionamento da CVM.....	34
3.2 A definição da CVM sobre fato relevante.....	43
4. O CASO SADIA X PERDIGÃO.....	58
4.1 O contexto fático e o desenrolar processual do caso Sadia x Perdigão.....	58
4.2 O entendimento do STJ e sua relação com o entendimento da CVM.....	62
CONCLUSÃO.....	68
REFERÊNCIAS.....	70
APÊNDICE A – DADOS COLETADOS NA CVM.....	73
ANEXO A - EMENTA DO ACÓRDÃO NA APELAÇÃO CRIMINAL N. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP.....	89
ANEXO B - EMENTA DO ACÓRDÃO NOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO EM APELAÇÃO CRIMINAL N. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP.....	93

1. INTRODUÇÃO

A economia de mercado contemporânea, caracterizada pela globalização e troca rápida de informações, é resultado de um processo histórico no qual diversos institutos foram se aperfeiçoando até assumir um papel estruturante no modelo econômico¹. Um desses institutos é a sociedade anônima, forma de constituição societária na qual o capital é dividido em ações, com a limitação da responsabilidade do sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas².

Por sua vez, as sociedades anônimas podem ser classificadas como abertas se os valores mobiliários de sua emissão estiverem admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, e fechadas caso não estejam, conforme definição asseverada pelo art. 4º da Lei n. 6.404/1976³ (Lei das Sociedades Anônimas – LSA). Um dos objetivos das sociedades que se tornam abertas é captar recursos por meio da oferta de valores mobiliários que são títulos de créditos emitidos pela sociedade anônima, como ações e debêntures⁴.

Para que isso ocorra é necessária à existência de um mecanismo de coleta e fornecimento de recursos que forneça um ambiente propício ao desenvolvimento das sociedades anônimas por meio da compra e venda de valores mobiliários, atualmente esse papel é cumprido pelo mercado de capitais⁵.

O mercado de capitais é instrumento institucional que pode ser utilizado como ferramenta para alavancar o crescimento econômico de um país. Portador de uma dupla face, este mercado pode ser explicado na sua função básica de realizar o encontro entre poupadores e investidores que se encontram difusos, o que, aliado às condições apropriadas, impulsiona o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) através do

¹ NETO, Benedicto de Souza Mello. **Crimes Contra o Mercado de Capitais**. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 11.

² MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. Ed. Ver. E atual. – Rio de Janeiro, Forense, 2005. p. 279.

³ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm

⁴ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa, volume 1: teoria geral da empresa e direito societário** / Ricardo Negrão. – 12. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2015. p. 438.

⁵ COSTA, Ângelo Augusto; MORAES, Renato José de. **Insider Trading**. Revista dos Tribunais. São Paulo, v.723, p. 695-702. p. 696, jan. 1996.

aumento do investimento por parte das empresas⁶. Dessa forma, permite a negociação de títulos e valores mobiliários, por meio da distribuição destes e no direcionamento da poupança, resultando na atribuição de liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e na capitalização destas⁷.

Dentre as condições para o funcionamento regular deste mercado, inclui-se um conjunto de regras que determinem padrões de comportamento aos agentes, gerando uma mútua confiança dos participantes no funcionamento regular sistema. Por seu turno, estas normativas devem coibir condutas danosas ao mercado de capitais como o uso indevido de informação privilegiadas⁸, ilícito que será alvo de estudo nesta pesquisa.

Segundo a doutrina majoritária⁹, o bem jurídico tutelado pela vedação ao *insider trading* é a confiança dos agentes no regular funcionamento do mercado, pois objetiva garantir a estabilidade e a segurança das operações realizadas¹⁰. Desse modo, atualmente já há um conjunto normativo que trata da questão nas esferas civil, administrativa e penal¹¹.

Além de regras, é necessária uma estrutura institucional adequada que vigie o seu cumprimento e, em caso de condutas ilícitas, aplique as punições correspondentes. No Brasil, destaca-se o papel atribuído à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia administrativa responsável por fiscalizar, normatizar, disciplinar e

⁶ Voto da Conselheira Relatora Cristiane Alckmin Junqueira Schmidt no Ato de Concentração n. 08700.004860/2016-11, perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) no dia 22.03.2017. p. 4. (BRASIL. Conselho Administrativo de defesa econômica. Ato de Concentração n. 08700.004860/2016-11. Voto da Conselheira Relatora Cristiane Alckmin Junqueira Schmidt no, perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 22.03.2017.)

⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**: fundamentos e técnicas. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 135.

⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 75-76.

⁹ Conforme aponta NETO doutrina minoritária, de procedência estrangeira (VOLK, Klaus. Sistema penale e criminalità economica: I rapporti tra dommatica, politica criminale e processo. Napoli: Scientifiche Italiane, 1998. P.129 e outros) entende que a utilização de informação privilegiada traz benefícios ao funcionamento do mercado, pois o insider trading “fazendo parte das regras do mercado financeiro, sequer devendo constituir delito, uma vez que em tese, aquele que teve acesso a uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado passa a ser o seu proprietário, podendo utilizá-la livremente”. NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. p. 151.

¹⁰ NETO cita diversos autores que comungam da mesma linha doutrinária: Miguel Bajo Fernandez, José Carlos Tórtina, Ricardo de Carvalho Aprigliano, Daniel Ferandes Ciprián, Lucía Martines Garay, Helena Regina Lobo da Costa, Leonardo Alonso, Marina Pinhão Coelho, Alfonso Serrano Gómez, José Leite Filho, Luis Francisco Torquato Avolio, Áureo Natal de Paula e Fausto Matim De Sanctis. NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. p. 151-152.

¹¹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito Brasileiro**. 2015. 148 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 18.

desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil¹², sendo assim responsável pela punição ao *insider trading* no âmbito administrativo.

Ademais, a evolução desse tema não se deu de forma unânime em cada esfera jurídica, enquanto nas esferas civil e administrativa as primeiras referências legislativas nacionais que abordam diretamente o *insider trading* remontam às décadas de 70 e 80¹³, a conduta só foi tipificada penalmente de forma expressa em 2001 mediante a edição da Lei n. 10.303/2001 que incluiu na Lei n. 6.385/1976 o art. 27-D, criminalizando o uso indevido de informação privilegiada¹⁴. Dessa forma, as definições na esfera penal quanto aos elementos jurídico-normativos do *insider trading* são alvo de debates recentes e, nesse contexto, foi proferida a primeira condenação penal por *insider trading* no Superior Tribunal de Justiça no bojo do Recurso Especial n. 1.569.171-SP.

Essa decisão pioneira do STJ esclareceu que o uso indevido de informação privilegiada é norma penal em branco quanto à definição do conceito de um dos elementos normativos do tipo, a informação relevante, devendo-se buscar balizas para essa definição em fontes extrapenais. Assim, torna-se essencial definir o que é uma informação relevante para a correta caracterização do tipo e, diante da vasta experiência administrativa acerca da matéria, esta pesquisa se propõe a analisar as balizas definidas pela CVM para a relevância de um fato e as definidas no julgamento Recurso Especial n. 1.569.171-SP, para concluir se o STJ perfilhou-se ou não ao entendimento da CVM, bem como as consequências disso para a harmonização do ordenamento jurídico brasileiro.

¹² Acessível em http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html.

¹³ MUSSNICH aponta que a Lei n. 6.404/1976 em seu art. 155, na esfera civil, e a Instrução Normativa da CVM n. 31/1984, na esfera administrativa, já continham importantes comandos normativos acerca do uso indevido de informações privilegiadas. (MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O *insider trading* no direito Brasileiro. 2015. 148 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 14-16.)

¹⁴ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O *insider trading* no direito Brasileiro. 2015. 148 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 20.

2. INSIDER TRADING E INFORMAÇÃO RELEVANTE

2.1 A evolução histórica do insider trading nos Estados Unidos

Historicamente, a década de 30 do século passado é um marco na legislação sobre *insider trading*, pois foi nesse período que surgiu a primeira legislação nacional repressora a essa conduta em todo o mundo, originária dos Estados Unidos¹⁵. Ela representava, sobretudo, uma resposta das autoridades norte-americanas ao grande crash da Bolsa de Nova York em 1929, pois, à época, demonstrou-se¹⁶ que ocorreram diversas práticas fraudulentas que contribuíram para o colapso do mercado, e uma delas consistia no *insider trading* ou, como adotado pela legislação brasileira, o uso indevido de informação privilegiada.

Percebeu-se que a quebra da bolsa foi causada em parte pela desregulamentação do setor de valores mobiliários e consequente permissividade do sistema com condutas danosas à equidade entre os agentes do mercado de capitais. Destarte, tornaram-se necessárias normas que inibissem esse comportamento, objetivando a igualdade entre os proprietários de títulos e dirigentes das sociedades emissoras, sancionando abusos perpetrados por aqueles que detinham informações privilegiadas em relação ao resto dos agentes do mercado¹⁷.

Outrossim, levando em consideração o pioneirismo americano sobre o tema, o largo desenvolvimento jurisprudencial e acadêmico naquele país e a decisiva influência que exerceu no modelo brasileiro de repressão ao *insider trading*, alavancando a questão em diversos países¹⁸, é pertinente analisar evolução histórica desse tema nos Estados Unidos.

¹⁵ Citando BENNY, Laura Nyatung(The Political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidences. Harvard Law School. Discussion Paper n. 348,2002) Proença anexa tabela comparativa do início das legislações de Insider Trading em cada país, demonstrando que os Estados Unidos foi o primeiro país a adotá-la em 1934. (PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 205-208.)

¹⁶ ESCOFFERY, David S. **A Winning Approach to Loss Causation Under Rule10b-5 in Light of Private Securities Litigation Reform Act of 1995. ("PSLRA")**, 68 Fordham L. Rev. 1781 (2000). Acessível em: <http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol68/iss5/12/>.

¹⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 213.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson. **Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta**. *Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n.50, 1983.

Isto posto, o primeiro comando normativo federal¹⁹ norte-americano a tratar da questão foi a seção 16 (b) da Securities Exchange Act, de 1934, lei que integrava o pacote do *New Deal*, de Franklin Delano Roosevelt, lançado em resposta à crise econômica do país²⁰ e que criou a *Securities Exchange Commission* ²¹. Em face do seu pioneirismo, transcreve-se o conteúdo da Seção 16 (b):

Securities Exchange Act, Seção 16 (b): A fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompensa ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em proveito da sociedade emissora, independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria sociedade, mas se essa não a intenta dentro do prazo de 60 dias a contar da data da intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para ajuizar a ação *uti singuli*. Prescreverá, porém, essa ação em 2 (dois) anos, contados da realização do lucro. Essa subseção não se aplica ao caso em que as pessoas titulares de mais de 10% da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos.²²

¹⁹ Leães, acerca de comandos normativos estaduais que já se dispunham a regular a matéria, conhecidos como “blue sky laws” explica que “A primeira ‘lei do céu azul’ foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subsequentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida sucessão. Entre 1914 e 1916, porém, submetidas à apreciação judicial, vários desses diplomas não lograram passar pelos testes de constitucionalidade. Em Michigan, na Virgínia Ocidental e em Iowa, as cortes declararam inconstitucionais as leis de seus Estados. A pendência foi solvida, finalmente, em 1917, nos chamados Blue Sky Cases (a saber, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, *Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co.* e *Merrick v. N.W. Halsey & Co.*), quando a Suprema Corte considerou as leis do céu azul dos vários Estados como exercício natural do poder de polícia estadual, enfatizando-lhes destarte a constitucionalidade. Os pronunciamentos da Corte Suprema estimularam ampla adoção, pelos Estados, de leis disciplinadoras do mercado de títulos dentro de suas fronteiras. Na altura de 1919, trinta e dois Estados dispunham de Blue Sky Laws, e, em 1933, quando surgiu o primeiro diploma federal, quarenta e sete Estados e o Havaí, com a exceção de Nevada, já contavam com legislação semelhante. Ao sustentar a constitucionalidade da legislação estadual, a Corte Suprema impôs limites ao seu alcance. Limitadas às fronteiras estaduais, as leis do céu azul não atingiriam as operações de títulos e valores (securities) realizadas em seu território, através do correio e de outros instrumentos do comércio inter-estadual que, por disposição constitucional, era da competência do Governo central.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 83-84.)

²⁰ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. **A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico**. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443. Agosto/2006.

²¹ O objetivo da SEC é promover um ambiente de mercado que gere confiança ao público. Segundo concerto do site oficial da SEC: “The mission of the SEC is to protect investors; maintain fair, orderly, and efficient markets; and facilitate capital formation. The SEC strives to promote a market environment that is worthy of the public's trust.”. Acessível em <https://www.sec.gov/about.shtml>.

²² Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 143. Texto original: “SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS. [...] (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and

Destaca-se que o dispositivo não esteve isento de críticas, como a limitação de temporal de obstar o *insider trading* apenas se ocorrido dentro do período de seis meses a partir da compra ou da venda anteriormente feita, em virtude da informação sigilosa²³. Todavia, a evolução jurisprudencial permitiu que lacunas fossem enfrentadas por meio da construção da Regra 10 b-5 da SEC, inclusive porque o objetivo da Seção 16(b) não era fazer uma regulação extensiva sobre o assunto, mas apenas inibir a forma específica de *insider trading* descrita no seu tipo.

Ainda, a Regra 10 b-5 foi editada a título de complementar a Seção 10(b), já constante da Lei de 1.934, mas que não pretendia combater especificamente o *insider trading*, e sim proibir de modo genérico práticas fraudulentas²⁴. Assim, enquanto a Seção 16 (b) delimita a responsabilidade do insider para com a própria companhia, a Regra 10b-5 veio a estabelecer a responsabilidade do insider em relação a qualquer agente do mercado lesado pela prática do uso abusivo de informação sigilosa²⁵. Veja-se a previsão da conduta antijurídica exposta na norma:

purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement or a security-based swap involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection. Acessível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

²³ EIZIRIK, Nelson. **A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

²⁴ Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 150: Securities Exchange Act, Seção 10: “É vedado a toda pessoa, direta ou indiretamente, através da utilização dos meios e instrumentos próprios do comércio interestadual, ou do correio, ou ainda servindo-se de qualquer bolsa nacional de valores. [...] (b) usar ou empregar, quando em relação com a compra e venda de valores mobiliários, cotados ou não em bolsa, práticas fraudulentas ou manipulações de preços contravenientes às normas baixadas pelo SEC, de proteção aos investidores e ao interesse público.” Texto original: “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange. [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”. Acessível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

²⁵ BERTIN, Dirceu. **Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais**. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito

Regra 10 (b) – 5: “A toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado: 1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos; 2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los, quando esses fatos reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa.”²⁶

Portanto, a Regra 10b-5 estendeu o alcance da Seção 16(b), abrangendo também operações efetuadas por terceiros vinculados aos administradores, independentemente da origem do vínculo²⁷. Ademais, este dispositivo ocupa o papel de norma repressiva base na repressão à conduta do *insider trading* nos Estados Unidos, pois impulsionou vasta construção jurisprudencial quanto à matéria e, a partir dela, ocorrem a maior parte de manifestações repressivas da SEC²⁸.

Junto à evolução jurisprudencial seguiram-se outros comandos regulatórios e legislativos, como a Regra 14 E-3 de 1982 que vedou aos insiders da companhia o ato de dar informação sobre oferta pública de aquisição ainda não divulgada²⁹, e o *Insider Trading Sanctions Act* sancionado pelo Congresso Norte-Americano em 1984 que instituiu multa civil de até três vezes o lucro auferido e tornou a sanção penal mais rigorosa.

Ainda, o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* promulgado em 1988 passou a exigir a separação entre os diversos departamentos de uma instituição financeira, o *chinese wall*, de modo a impedir que informações sigilosas vazem para

Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de mestre, 2010. p. 44.

²⁶ Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 146. Texto original: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstance under which they were made, not misleading, or (3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” Acessível em <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

²⁷ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, p. 31, 1979.

²⁸ COMPARATO, Fábio Konder. **Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971, p. 43.

²⁹ EIZIRIK, Nelson. **A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

outra área da instituição, e, em 2.000 as regras 10b5-1 e 10b5-2 foram editadas para aclarar certos aspectos do *insider trading* e vedar práticas que poderiam gerar assimetria informacional entre os agentes. Por fim, o *Sarbanes-Oxley Act* em 2002 veio compor o sistema normativo de prevenção de *insider trading*, trazendo medidas como a criação de um Conselho Regulador Independente de Contabilidade, reforçando a regulação do mercado de capitais³⁰.

Outrossim, esta evolução histórica demonstra a preocupação das autoridades norte-americanas em se guiar pelo princípio do *full disclosure*, que pode ser traduzido como “dever de informar”, porquanto representa o dever de divulgar as informações referentes à companhia de forma transparente, de modo a munir os investidores equanimemente acerca de informações sobre a situação da companhia³¹.

A influência norte-americana no tema passou a ser notada principalmente a partir da década de 1990, mesmo nos países desenvolvidos³². No direito europeu, por exemplo, a Diretiva CEE 89/592³³ de 1989 consignou a definição de informação privilegiada, indicando quem são os insiders e as proibições a que estão sujeitos, sendo posteriormente incrementada pela Diretiva 2003/6/CE³⁴.

Assentada a influência da experiência norte-americana ao redor do mundo, passa-se a analisar a evolução da legislação brasileira quanto à matéria.

³⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p.233-240.

³¹ TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. **Questões atuais envolvendo insider trading**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 12, n. 45, p. 124. jul./set.2009.

³² BENNY, Laura Nyatung. **The Political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidences**. Harvard Law School. Discussion Paper n. 348.

³³ Acessível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>

³⁴ Acessível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>

2.2 O insider trading no Brasil

No Brasil, o primeiro comando normativo atinente ao dever de informar (*Disclosure*) foi o Decreto-lei 2.627/40 que, entre os anos 1940 e 1976, regeu as companhias abertas no Brasil. Em seu art. 70³⁵ este Decreto fazia menção à prestação de informações ao público, mas de modo ainda muito incipiente e restrito às companhias estrangeiras³⁶.

Posteriormente, a Lei n. 4.728/65³⁷, ao dispor ser competência do Banco Central a incumbência de fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, foi a primeira norma nacional a prever a profilaxia da possível utilização indevida de informação não pública. Todavia, o fez de maneira programática sem um arcabouço normativo suficientemente denso para frear o *insider trading*, como criticaram Fábio Konder Comparato³⁸ e Leães³⁹, ao apontarem a falta de um sistema que fornecesse estrutura para o exercício do poder de fiscalização de polícia nesse caso.

Uma regulação mais taxativa do *insider trading* passou a ocorrer apenas com a vigência da Lei 6.404/1976, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas - LSA. Este diploma introduziu comandos preventivos e repressivos que passaram a estruturar o corpo legal referente ao *insider trading*⁴⁰.

O art. 157⁴¹ da LSA possui dispositivos preventivos que, inspirados no duty of disclosure (dever de informar) do direito americano, tratam do dever de informar dos

³⁵ Art. 70. As sociedades anônimas estrangeiras devem, sob pena de ser-lhes cassada a autorização para funcionar no país, reproduzir no órgão oficial da União, e do Estado, si for caso (art. 173), as publicações que, segundo a sua lei nacional ou de origem, sejam obrigadas a fazer relativamente ao balanço, conta de lucros e perdas e atos de sua administração. Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/De12627.htm.

³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 274

³⁷ Lei n. 4.728/1965. Art. 3. Compete ao Banco Central:

X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm

³⁸ COMPARATO, Fábio Konder. **Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

³⁹ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e Insider Trading**. p. 173.

⁴⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 281.

⁴¹ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

administradores das Companhias. Ressalta-se que estes devem informar tanto acerca de transações realizadas com ativos da companhia quanto da ocorrência de fatos relevantes, exceto no último caso se a revelação prejudicar os interesses da companhia. Inclusive, criou-se aos acionistas o dever de não utilizar informações relevantes que hajam requerido a não ser no interesse da companhia⁴².

Por seu turno, o art. 155 da LSA introduziu comandos repressivos⁴³. Destaca-se que essa foi a primeira norma explicitamente repressora ao *insider trading* no ordenamento nacional e, por sua relevância ao problema que ora se pesquisa, vale transcrevê-la:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.

⁴² MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, p. 31, 1979.

⁴³ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 278

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Vê-se que o dispositivo veda explicitamente a prática do *insider trading*, estendendo o dever dos administradores a zelar para que informações relevantes não vazem por meio de terceiros. Portanto, da leitura conjunta dos artigos 155 e 157, pode-se concluir que a legislação societária brasileira optou pelo que se conhece no direito americano como padrão do “*disclose or refrain from trading*”⁴⁴, significando que o administrador de posse de informação relevante deve divulgá-la e, se não o fizer para proteger os interesses da companhia, lhe é vedado utilizá-la em proveito próprio. Ademais, o zelo pelo sigilo deve se transformar em zelo pela divulgação nos casos de oscilação atípica na quantidade, preço ou cotação negociada dos valores mobiliários ou se a informação escapar do controle⁴⁵.

No mesmo ano da promulgação da LSA, foi editada a Lei n. 6.385/1976 – conhecida como Lei de Valores Mobiliários. Esta reafirmou a presença do Estado no mercado de capitais brasileiro ao instituir a Comissão de Valores Mobiliários, e atribuir-lhe competência para fiscalizar, regulamentar, apurar infrações e aplicar penalidades na esfera administrativa do mercado de capitais⁴⁶. Salienta-se que ambas as Leis são permeadas pelo princípio do *full disclosure*, denotando influência do modelo americano visto que o Estado é responsável por exigir um mínimo de prestação de informações por parte das empresas no mercado de capitais, gerando equidade entre os agentes⁴⁷.

⁴⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador** – São Paulo, Saraiva, 2012. p. 135.

⁴⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 132.

⁴⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 312.

⁴⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 130.

Veja-se que já na época em que estas leis foram criadas Nelson Eizirik⁴⁸ associava o princípio do *disclosure* a razões de cunho econômico, pois em um mercado eficiente o preço das ações refletiria apenas todas as informações publicamente disponíveis, naquele determinado momento. Desse modo, uma ampla política de divulgação de informações por parte das empresas atingiria essa eficiência econômica.

À edição da LSA seguiu-se a publicação da Instrução Normativa n. 8/1979 pela CVM que passou a punir, administrativamente, a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários definida como “aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de equilíbrio ou desigualdade em face dos demais particulares da operação.”⁴⁹ Veja-se que a redação genérica da norma permitia à época a punição administrativa do *insider trading*, pois este é espécie do gênero “prática não equitativa” dado que o uso de informação privilegiada coloca em situação desigual o insider com os outros agentes do mercado⁵⁰.

Posteriormente, a Instrução n. 31/1984 teceu considerações acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Por exemplo, a extensão do dever de guardar sigilo não só aos administradores, como também aos acionistas controladores da companhia aberta e a proibição de utilização da informação por qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado⁵¹.

Ainda, a referida Instrução estabelecia que a CVM poderia cominar multas às companhias pela não publicação de informações, além da possibilidade de suspensão pelas bolsas de valores da negociação das ações de determinada companhia, quando persistir dúvida ao público sobre fato relevante. Assim, a IN 31/84 avançou no estabelecimento de medidas repressivas e preventivas ao *insider trading*, sempre enfatizando a opção pela ampla divulgação de informações (*full disclosure*)⁵².

⁴⁸ EIZIRIK, Nelson. **Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta**. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

⁴⁹ Acessível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst008.html>.

⁵⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Jula Sotó Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p.127.

⁵¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 283-285.

⁵² EIZIRIK, Nelson. **A Instrução CVM 31/84 e a regulação do Insider Trading**. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.55, 1984.

No entanto, a evolução do mercado de capitais e da própria sociedade demandou um novo arcabouço que corrigisse lacunas⁵³ dos antigos marcos e respondesse de modo eficaz aos desafios impostos pelas novas práticas do *insider trading*. Dessa forma, a Lei 10.303/2001 e a Instrução Normativa n. 358/2002 da CVM vieram para consolidar o arcabouço legislativo brasileiro.

A Lei 10.303/2001 atentou-se tanto ao caráter preventivo quanto ao repressivo na vedação ao *insider trading*. Quanto ao caráter preventivo, adicionou o §6º⁵⁴ ao art. 157 da LSA para atribuir à CVM o poder de exigir informações imediatas sobre qualquer alteração de posição acionária dos administradores o que, após interpretação sistemática⁵⁵, deve ser ampliado aos demais títulos citados no caput do artigo.

Já no âmbito repressivo, acrescentou-se o § 4º ao art. 155 da LSA que assevera ser “vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”⁵⁶.

A Lei 10.303/2001 também tipificou penalmente o delito de *insider trading* ao inscrever no art. 27-D da Lei 6.385/76 a proibição de “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”, atribuindo-se pena de “reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”⁵⁷.

Por sua vez, a Instrução Normativa n. 358/2002 revogou expressamente a Instrução n. 31/84 e atualizou os comandos regulamentares sobre *insider trading*, tomando em consideração as alterações promovidas pela Lei 10.303/2001. Cabe

⁵³ Nelson Eizirik já discorria sobre a desatenção da Instrução 31/84 com a questão do *tippe*, pessoas a quem seria vedado o direito de negociar, mas não têm o dever de guardar sigilo e, assim, dar dicas a um terceiro, sem que isso configure o ilícito administrativo de desobediência ao dever de sigilo, pois este se restringia apenas aos administradores e acionistas controladores da companhia. EIZIRIK, Nelson. **A Instrução CVM 31/84 e a regulação do Insider Trading**. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.55, 1984.

⁵⁴ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm

⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A** – São Paulo, Saraiva, 2002, p. 324.

⁵⁶ Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.

⁵⁷ Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

destacar que essa Instrução complementa as anteriores ao conceituar e exemplificar fato relevante, além de titularizar o dever de divulgação de fato relevante à CVM na pessoa do Diretor de Relações com investidores e, subsidiariamente, na pessoa de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária⁵⁸.

Observa-se que a referida Instrução também estendeu a diversos sujeitos o dever de guardar sigilo em relação a informações relevantes⁵⁹, conforme determinado em seu art. 8º:

Cumpra aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento⁶⁰.

Outro marco dessa Instrução consiste na necessária publicidade de informações sobre negociações com valores mobiliários da própria companhia, quando realizadas por administradores e pessoas ligadas à companhia, incluindo o dever de informar os valores mobiliários pertencentes a cônjuge, companheiro ou dependente⁶¹.

Por fim, o uso indevido de informação privilegiada é enquadrado na categoria de “infração grave” segundo o art. 18 da Instrução 358/2002⁶² e o art. 1º, I, d, da Instrução 491/2011⁶³. Isto implica que há possibilidade de se aplicar diversas penalidades,

⁵⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 295.

⁵⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 296.

⁶⁰ Acessível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>.

⁶¹ Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 2º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.

Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>

⁶² Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução. Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>

⁶³ Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses:

conforme a dicção do § 3º do art. 11 da LVM⁶⁴, previstas nos incisos III à VIII do mesmo art. 11, quais sejam:

Suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior; cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Ante o exposto, pode-se afirmar que o conjunto normativo brasileiro sobre *insider trading* é composto tanto por normas preventivas como por normas repressivas. As primeiras atêm-se principalmente ao dever de informar para que os agentes negociem em condições equânimes. Já as repressivas visam à proibição da conduta cominando aos infratores sanções de natureza cível, administrativa e penal⁶⁵.

Também se ressalta que a tipificação das infrações contra o mercado de capitais só é viável em um mercado de feição liberal em que haja a presença regulamentadora e fiscalizadora do Estado⁶⁶. Nesse sentido, a LSA, a LVM e as Instruções Normativas da CVM impõem deveres e responsabilidades aos administradores de modo a terem de adotar comportamento similar ao do administrador público⁶⁷.

No que tange à normatização penal, constante do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, maiores considerações serão feitas adiante devido à relevância deste dispositivo para o problema que ora se pesquisa.

I – descumprimento dos seguintes comandos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

d) art. 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º;

Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst491.html>.

⁶⁴ Art. 11 (...) § 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

⁶⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 273.

⁶⁶ VEIGA, Alexandre Brandão. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almeida, 2001. p. 13.

⁶⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 310-312.

2.3 A criminalização do insider trading

Anteriormente à inclusão do art. 27-D na Lei n. 6.385/1976, o uso indevido de informação privilegiada não se enquadrava especificamente em nenhum dos tipos penais que tutelavam as condutas atentatórias ao mercado de capitais existentes até então. Entretanto, cabe registrar que Norma Parente⁶⁸ advogava em 1978 pelo enquadramento do uso de informação privilegiada como crime de estelionato, previsto no art. 171⁶⁹ do Código Penal.

Ademais, já na década de 70 Roberto Lyra advertia para a necessidade de normas que não deixassem os acionistas à mercê de manobras dos administradores, enfatizando o exemplo repressivo da norma penal contra a impunidade vantajosa de condutas anti-sociais⁷⁰. Igualmente, em 1971 Fábio Konder Comparato discorreu sobre o problema e indicou a ocorrência recorrente de *insider trading* no mercado de capitais brasileiro, à época carente de regulamentação legal e administrativa⁷¹.

Contemporaneamente, Arturo Bris demonstrou que a legislação do mercado de capitais só se torna eficaz com a cominação de duras penas, acompanhada do aumento das obrigações de informar e do incremento de tecnologias de investigação do insider⁷². Enquanto Alberto Zacharias Toron⁷³ alerta para o aumento da consciência social quanto à necessidade de se punir penalmente os crimes de colarinho branco, dentre os quais o *insider trading*.

É necessário ressaltar que as condutas consideradas crimes contra o mercado de capitais, como o *insider trading*, não obtém essa classificação em função do dano

⁶⁸ PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do insider trading**. Rio de Janeiro: CVM, 1978. Acessível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf.

⁶⁹ Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento: Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis.

⁷⁰ LYRA, Roberto. **Criminalidade Econômico-Financeira**. 1. ed. Riode Janeiro: Forense, 1978. p. 9-11.

⁷¹ COMPARATO, Fábio Konder. **Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

⁷² BRIS, Arturo. **Do Insider Trading Laws Work?** Yale University. International Center for Finance. EFA Barcelona Meetings; Yale ICF. Working Paper n. 19,2001. Social Science Research Network Electronic Library. Acessível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248417.

⁷³ TORON, Alberto Zacharias. **Crimes de colarinho branco: os novos perseguidos?** Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, ano 7, n.28, p. 73-83,1999.

causado a um ou mais investidores especificamente considerados. Esta classificação é obtida por se ferir a credibilidade do mercado, alvo de interesse jurídico supra-individual, abalando a confiança dos investidores em geral⁷⁴. Além disso, mostra-se especialmente difícil calcular os prejuízos sofridos por investidores determinados no crime de *insider trading* e não é possível pensar neste crime em negócios realizados fora do ambiente da Bolsa de Valores⁷⁵.

Outrossim, a criminalização do *insider trading* insere-se num contexto de fortalecimento direito penal econômico que visa à tutela de bens jurídicos de natureza econômica. No caso específico do *insider trading*, a redação do art. 27-D e os comandos administrativos repressivos à esta conduta tutelam a confiabilidade e eficiência do mercado⁷⁶. Dessa forma, observa-se o dever constitucional de proteção ao mercado de capitais, extraído do objetivo de garantir o desenvolvimento nacional (art. 3º, inciso II, CF) e a isonomia (art. 5º, caput, CF), respectivamente, consequência e condição de um mercado equilibrado.

Ainda, a punição penal é oportuna na medida em que as punições administrativas revelaram-se incapazes de inibir as condutas violadoras do mercado de capitais, o que já foi observado nos Estados Unidos desde 1934⁷⁷. Destarte, a sanção penal, por meio da intimidação e posterior estigmatização, introjeta nos indivíduos a solidariedade aos valores coletivos indispensáveis à sociedade⁷⁸.

Quanto às diversas classificações doutrinárias deste delito, pertinente é o posicionamento de Gabriela Codorniz que resumidamente elenca as principais características: “Em síntese, o crime de Insider Trading é formal, sendo concretizado com a mera utilização da informação relevante; não admite tentativa, pois se concretiza imediatamente, com a utilização de informação relevante; é próprio, só podendo ser praticado por aquele que deva manter sigilo acerca da informação relevante utilizada; é comissivo, pois há necessidade da efetiva utilização da informação relevante que seja

⁷⁴ ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo. **Os crimes contra o sistema financeiro no esboço de nova parte especial do Código Penal de 1994**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v.3, n.11, p. 145-165, jul./set. 1994. p. 149.

⁷⁵ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76** – São Paulo, Quartier Latin. 2015. p. 607-610.

⁷⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 320.

⁷⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 317.

⁷⁸ GRAU, Eros Roberto. **Elementos de Direito Econômico**. Editora Revista dos Tribunais, 1981. p. 10-12.

capaz de gerar vantagem ao próprio agente ou a terceiros, em negócios no mercado de valores mobiliários; e admite a coautora e a participação, em hipóteses restritas.”⁷⁹.

Nessa toada, crítica doutrinária relevante é feita ao fato de o tipo penal ser crime próprio. Conforme Proença⁸⁰, esse é “o grande pecado do legislador brasileiro”, porquanto restringe as possibilidades de autoria do delito aos que têm o dever de guardar sigilo, diferentemente do que ocorre na legislação societária que alarga o alcance repressivo do uso indevido de informação privilegiada, no art. 155, § 4º da LSA, a “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

Analisando-se a estrutura do tipo penal que criminaliza o *insider trading*, vê-se que a conduta incriminada consiste em “Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.”⁸¹

Tendo essa norma em conta, é imperioso ressaltar que a figura do *insider trading* não se confunde com a do especulador. Este visa ao máximo de lucros por meio de operações que são a base do funcionamento do mercado de capitais, nas quais utiliza-se da tentativa de previsão do comportamento do mercado e da cotação de valores por meio de projeções econômicas próprias que implicam em custos de pesquisa para sua formulação⁸².

Inclusive, toma para si riscos não assumidos por outros e que ajudam no fluxo de capital do mercado e na sua liquidez, daí que para compensar os altos riscos, esperam altos retornos. Portanto, o especulador está presente em qualquer mercado e é figura ativa já que identificar uma oportunidade de mercado e, dentro da lei, fazer operações que visem o lucro é o que movimenta a maioria dos agentes em um mercado de capitais⁸³.

Já o *insider trading* obtém informação relevante, a qual os outros agentes do mercado não tiveram acesso, e dela se utiliza para auferir benefícios. Veja-se que o insider opera sem ter que realizar os custos de pesquisa despendidos pelo especulador,

⁷⁹ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais**. Lei n. 6385/76. p. 640-641.

⁸⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 320-321.

⁸¹ Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

⁸² PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 138.

⁸³ ADIERS, Leandro Bittencourt, **Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas**, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.40, n.121, Malheiros, São Paulo, 2001. p. 165.

pois age baseado em informação sobre fato certo e não em complexas projeções econômicas de possíveis eventos futuros, possuindo baixíssimo risco nas operações que possa vir a realizar.

Esclarecida essa diferença conceitual, o exame do tipo penal demonstra que a conduta é composta por diferentes núcleos, cada um suscetível a discussões diversas, pois o dispositivo não conceitua os elementos por ele trazidos⁸⁴. Por exemplo, é possível discutir se em vez do verbo “utilizar” a conduta não seria mais bem descrita pelo verbo “negociar”, pois a interpretação do verbo “utilizar” poderia resultar em modalidades de ação amplas e imprecisas.⁸⁵

Nesta pesquisa o foco de estudo será o núcleo normativo “informação relevante”, elemento que precisa ser definido a partir de uma interpretação sistêmica com outras esferas do direito, principalmente a esfera administrativa como será visto posteriormente⁸⁶.

2.4. Informação privilegiada e informação relevante

A circulação de informação é um dos motores do mercado de capitais que é, conforme definição de Alexandre Brandão da Veiga, “um mercado de informação”⁸⁷. É através da análise das informações disponíveis que os agentes econômicos realizam um juízo sobre a vantagem de um determinado negócio, sob pena de serem negligentes com seus interesses negociais⁸⁸.

Inclusive, é possível realizar um paralelo da situação do consumidor, cujo direito à informação adequada e clara está prevista no Código de Defesa do Consumidor⁸⁹, com

⁸⁴ NETO, Benedicto de Souza Mello. **Crimes Contra o Mercado de Capitais**. p.165

⁸⁵ DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas, SP: Millennium, 2003. p. 113

⁸⁶ COSTA, Helena Regina Lobo da; ALONSO, Leonardo; COELHO, Marina Pinhão. **Dos Crimes contra o mercado de capitais**. Revista Literária de Direito. São Paulo, a. X., n. 53, p.30-33, ag./set. 2004.

⁸⁷ VEIGA, Alexandre Brandão da. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almedina, 2001. p. 41.

⁸⁸ ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores Mobiliários, especulação e consequências jurídicas**. p. 166.

⁸⁹ Esta previsão consta do seguinte dispositivo: Art. 6º São direitos básicos do consumidor: III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem; (grifo próprio). Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8078.htm.

a do investidor, pois o esclarecimento por meio de informações corretas acerca do contexto negocial tende a evitar abusos cometidos contra a parte mais fraca⁹⁰.

Portanto, uma situação de equidade entre os investidores demanda medidas que proponham a prestação obrigatória de informações e suprimam a desigualdade informacional⁹¹. Ademais, diante da possibilidade do direcionamento de vasta monta de recursos em função de uma única informação, e, da importância do mercado de capitais para a coletividade, é fundamental que se dê transparência às informações⁹².

Todavia, salienta-se que é possível abrandar a transparência em face de uma possível prejudicialidade ao desenvolvimento do próprio mercado. Esta hipótese foi prevista pelo legislador no § 5º⁹³ do art. 157 da LSA para os casos em que a revelação da informação puser em risco interesse legítimo da companhia. No entanto, ainda cabe intervenção da CVM, conforme os comandos regulatórios da Instrução Normativa n. 358, permanecendo vedado àquele que tem acesso à informação utilizá-la em proveito próprio até a divulgação da informação ao público.⁹⁴

Isto posto, após o exame dos citados tipos legais do ordenamento brasileiro que possuem caráter repressivo específico contra o *insider trading*, art. 155 da LSA e art. 27-D da LVM, encontra-se uma divisão entre categorias conceituais para classificar as informações. Estas podem ser informações privilegiadas e não privilegiadas, sendo as últimas auferíveis de modo subsidiário após a definição das primeiras.

As informações privilegiadas, definidas nos comandos legais como “informação relevante ainda não divulgada”, são aquelas que conformam simultaneamente dois critérios simultâneos, o sigilo e a relevância, pois do contrário não seria privilégio conhecê-las. Ou seja, a informação privilegiada comporta duas subcategorias: a informação relevante e a informação sigilosa. Veja-se que a informação relevante não é necessariamente uma informação privilegiada, dado que a informação privilegiada

⁹⁰ FERNANDÉZ. PÉREZ, Nuria. **La Protección jurídica del accionista inversor**. Elcano: Ed. Aranzadi, 2000. p. 84.

⁹¹ RODRIGUEZ, Sofia Nascimento. **A proteção dos investidores em valores mobiliários**. Editora Almeida, 2001. p. 37.

⁹² FERREIRA, Eduardo Paz. **A informação no mercado de capitais**. In: Direito dos valores mobiliários. Coimbra: Coimbra. Ed., 2011, v.3. p. 137.

⁹³ Art. 157(...) § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.

⁹⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 278-288.

apenas configura-se quando uma informação relevante é também sigilosa. Este sigilo existe enquanto a informação não for divulgada ao mercado⁹⁵.

Exemplificativamente, informações relativas ao lançamento de novos produtos, a um acordo operacional com outra empresa ou uma fusão são rotineiramente taxados como relevantes e devem ser mantidos em sigilo sob pena de prejudicar a empresa ou induzir investidores a erro. Mantidas ambas as características tais informações são passíveis de ser qualificadas como informações privilegiadas⁹⁶.

Outrossim, às pessoas que têm acesso às estas informações impõe-se o dever de não utilizá-la de modo indevido, sob pena de configuração do tipo de *insider trading* e da obrigação da divulgação da informação para que se reestabeleça a igualdade entre os investidores. Nesse último caso, a quebra de sigilo pode ser evidenciada pela movimentação das ações na Bolsa ou pela credibilidade dos boatos referentes à informação⁹⁷.

Ademais, imperioso diferenciar informações privilegiadas de informações de mercado. As informações de mercado são obtidas por meio de profunda pesquisa dos investidores sobre determinada empresa e das condições de mercado o que, através do acesso lícito a informativos públicos, propicia a obtenção de conclusões valiosas para orientação no mercado e que confere razoável potencial de precificação de ativos deste investidor⁹⁸.

Observa-se que as informações de mercado são geradas por meio do acesso lícito à informações que se encontram públicas, pelo contrário, se se essas informações fossem relevantes e sigilosas, restaria configurada a informação privilegiada. É ilustrativo nesse sentido antigo precedente da CVM no Processo Administrativo n. 04/1986 que se manifestou acerca da diferença entre informações de mercado e informações sobre negócios da companhia, tendo sido decidido que apenas a respeito destas últimas é que se exige publicidade se forem relevantes⁹⁹.

Estabelecidos os parâmetros acerca da informação privilegiada, esta pesquisa tomará por objeto uma de suas subcategorias, a informação relevante. Este conceito é onipresente nas normas profiláticas ao *insider trading* e se correlaciona ao dever de

⁹⁵ PAULA, Áureo Natal de. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. Curitiba: Juruá, 2006. p. 33.

⁹⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 145

⁹⁷ COMPARATO, Fábio Konder. **A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.49, 1982. p. 56.

⁹⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 147

⁹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 303

informação, tendo sido ainda alvo de debate no STJ onde, como se demonstrará adiante, definiu-se que o conceito de informação relevante é um conceito em aberto e dependente de complementação. Dessa forma, há de ser feita detida análise quanto às balizas legais, doutrinárias e regulatórias para a caracterização de uma informação como “relevante”.

Nessa missão socorre-se novamente do direito comparado pela sua maior expertise e influência em relação à legislação brasileira sobre o tema. Nos Estados Unidos, o fato relevante pode ser traduzido como “*material information*”¹⁰⁰ ou “*material fact*” e a primeira referência na legislação federal daquele país encontra-se na já comentada *Rule 10 b-5* da SEC, que dispõe:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange:

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a **material fact** necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security¹⁰¹

Enfatiza-se o item (b) que determina ser vedado: “fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los, quando esses fatos forem reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras”¹⁰².

Entretanto, a *Rule 10 b-5* da SEC não apresentava um conceito para material fact, legando esta função ao trabalho de interpretação jurisprudencial. Desse modo, o caso *SEC vs Texas Gulf Sulphur Company*¹⁰³ de 1968 é emblemático por ter adotado como interpretação padrão de que será relevante qualquer informação, a ser levada em conta por um investidor médio, para compra, venda ou manutenção de ações, ou que exerce impacto sobre o mercado. Ou seja, é a informação necessária a um investidor médio, habilitando-o a realizar investimentos criteriosos¹⁰⁴.

¹⁰⁰ EIZIRIK, Nelson. **Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

¹⁰¹ Acessível em <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

¹⁰² Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 146.

¹⁰³ CORNELL UNIVERSITY LAW SCHOOL. *TSC Industries, Inc., et al., Petitioners, v. Northway, Inc.* Disponível em: <<https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/426/438>>.

¹⁰⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 230.

Nesse contexto também cabe destacar o caso *TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc.* que definiu o *material fact* através de um procedimento denominado “testes de relevância”. Segundo esse procedimento a informação será relevante, quando: (i) puder ser considerada importante para o acionista ou investidor razoável (“*reasonable investor*”), para a sua decisão de investimentos; e (ii) se houver uma probabilidade substancial de, ao ser revelada, a informação afetar a generalidade das demais informações disponíveis no mercado¹⁰⁵.

No tocante à legislação europeia, sobressai-se como primeira definição comunitária sobre o assunto a Diretiva CEE 89/592, consignando fato relevante como aquele que poderia influenciar de maneira considerável na cotização dos valores, consoante o art. 1.1º da Diretiva que define informação privilegiada:

Artigo 1º

Para efeitos da presente directiva, entende-se por:

1. Informação privilegiada: toda a informação que não tenha sido tornada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa a uma ou várias entidades emitentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários;¹⁰⁶

Este conceito foi mantido em seu âmago na vigente Diretiva 2003/6/CE¹⁰⁷ que atualizou algumas disposições sobre o crime de uso de informação privilegiada de observância obrigatória pelos membros da comunidade europeia.

No ordenamento Brasileiro, a previsão pioneira quanto ao fato relevante está inscrita na Resolução n. 88 de 1968 do Banco Central, órgão responsável à época pela regulação do dever de informar¹⁰⁸. É importante esquadrihar o conceito desta Resolução já há muito revogada, porquanto suas balizas foram replicadas na posterior legislação sobre fato relevante de modo a praticamente enraizar o conceito definido em 1968 até os dias atuais, como será demonstrado.

¹⁰⁵ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 613.

¹⁰⁶ Acessível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>

¹⁰⁷ Considerando (16): Informação privilegiada é toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, directa ou indirectamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros. Uma informação, que possa ter um efeito significativo sobre a formação e evolução dos preços de um mercado regulamentado enquanto tal, poderá ser considerada como uma informação indirectamente relacionada com um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou com um ou mais instrumentos financeiros derivados com eles relacionados. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&qid=1493220310785&from=en>>

¹⁰⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 276.

De acordo com a Resolução se exigia das companhias “compromisso formal de revelarem, prontamente, ao público, as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral com relação a dividendos, os direitos de subscrição ou outros relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores”¹⁰⁹.

Salienta-se que na primeira manifestação normativa brasileira sobre fato relevante percebe-se a influência das balizas adotadas na jurisprudência americana, dado que os dois principais critérios daquela jurisdição foram adotados: o potencial de afetar os preços das ações e de influenciar a decisão dos investidores. Por conseguinte, adotou-se a fórmula americana de “informação necessária ao investidor médio”.

Confirmando essa tendência inicial, a LSA estabeleceu o conceito em seu art. 157, § 4º: “fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”. Consequentemente, adotou-se em lei a noção de *material fact* da Rule 10-b conforme a interpretação jurisprudencial das cortes norte-americanas¹¹⁰.

Ultrapassando os mencionados critérios, a Instrução n. 31/84 da CVM veio regulamentar o art. 157, § 4º da LSA e estabelecer de forma mais pormenorizada o fato relevante. Visando a esclarecer e dar maior suporte ao enquadramento casuístico, a mencionada Instrução exemplificou algumas naturezas possíveis dos fatos relevantes e, inovando, definiu que o fato relevante pode influenciar valores mobiliários e outros direitos referenciados aos da companhia¹¹¹. Veja-se o dispositivo:

Art. 1º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

- I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou
- II - na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou
- III - na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia¹¹².

¹⁰⁹ Acessível em http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0088_v1_O.pdf.

¹¹⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 282.

¹¹¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 283 e 284.

¹¹² Acessível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/001/inst031.pdf>.

Ainda, importante mencionar que o parágrafo único do citado art. 1º expunha rol exemplificativo das modalidades de fato relevante através de 14 alíneas, observando-se que a última deixava esse rol em aberto ao abarcar: “ p) qualquer outro ato ou fato relevante de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro, que possa produzir qualquer dos efeitos previstos no artigo 1º.”

Posteriormente, a Instrução n. 31/84 foi revogada pela Instrução n. 358/2002 que é o atual marco regulatório aplicável ao fato relevante. Esta Instrução, no art. 2º, utilizou-se do mesmo conceito já delineado na Instrução 31/84, diferenciando-se pela extensão do rol meramente exemplificativo de fatos relevantes, integrado por 22 alíneas.

Sublinha-se que este caráter exemplificativo é isento de dúvidas graças a redação do parágrafo único do art. 2º ao cominar que “Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:”¹¹³ e, desse modo, afastou a possibilidade de a numeração constituir um rol taxativo, o que ainda era cogitado durante a validade da Instrução 31/84¹¹⁴.

Portanto, a Instrução n. 358/2002 e a LSA usam como método geral para determinar a relevância de um fato a sua potencialidade na influência de uma decisão de investimento, não sendo necessária a efetiva influência. Ainda, é importante mencionar o uso da razoabilidade como vetor hermenêutico para esclarecer o que significa essa potencialidade¹¹⁵.

Ressalva-se que apesar da ampla normatização, das balizas jurisprudenciais e dos estudos doutrinários, sempre há alguma subjetividade no processo de definição de uma informação como relevante. Portanto, o estudo das nuances de cada caso concreto é essencial para que se avalie corretamente a relevância de informação, exigindo análise criteriosa e aprofundada dos fatos¹¹⁶.

¹¹³ Acessível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>.

¹¹⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. p. 295.

¹¹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p.144.

¹¹⁶ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 613.

3. ESTUDO SOBRE A CVM

3.1 A importância do posicionamento da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei n. 6.358/76 (LVM) com o fim de evitar ou coibir fraudes e ilícitos no âmbito do mercado de capitais e garantir um ambiente de equidade e transparência entre os agentes que operam no mercado, visando ao seu fortalecimento e desenvolvimento segundo o art. 4º¹¹⁷ da Lei. Ainda, o art. 5º¹¹⁸ lhe conferiu natureza jurídica autárquica em regime especial e a independência administrativa necessária para a execução de sua competência fiscalizatória do mercado de valores mobiliários detalhada no art. 8º¹¹⁹.

¹¹⁷ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

- I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
 - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
 - c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm

¹¹⁸ Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm

¹¹⁹ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

- I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;
- II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
- III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

Posteriormente, a Constituição de 1988 reforçou sua competência regulatória ao fornecer amplo embasamento em normas e princípios constitucionais. Nesse bojo, sobressai-se o artigo 174¹²⁰ que define o Estado como “agente normativo e regulador da atividade econômica”, daí inferindo-se o seu poder de fiscalização sobre o mercado de capitais.

Por conseguinte, a manutenção de um mercado regular exige a adoção de medidas que proporcionem aos agentes as condições de atuação para que as funções constitucionais atribuídas ao mercado de capitais sejam cumpridas¹²¹. Este regular funcionamento, segundo Kumpel¹²², também pode ser lido como “capacidade funcional” do mercado de capitais.

Para o autor a capacidade funcional possui três aspectos relevantes, divididos em dois subgrupos: (i) a capacidade funcional institucional consistente nas condições básicas para a existência de mecanismos eficientes no mercado, como o dever de informar; (ii) a capacidade funcional operacional e a capacidade funcional alocativa que permitem aos recursos da poupança se destinarem às unidades produtivas que apresentam maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, possibilitando que as transferências de recursos decorrentes se realizem ao menor custo possível.

Portanto, o Direito Sancionador no mercado de capitais visa a proteger a higidez do sistema no qual este se desenvolve, abrangendo: a transparência e simetria na prestação de informações; a proteção da confiança do público investidor; a equidade nas relações do investidor com intermediários; a eficiência na determinação do valor dos títulos negociados e na transferência destes entre os participantes do mercado¹²³.

Ademais, ressalta-se que o Direito Sancionador possui caráter punitivo-pedagógico, pois entende a punição como forma de prevenir e combater ilícitos.

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm

¹²⁰ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

¹²¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p.23.

¹²² KUMPEL, Siegfried. **Direito ao mercado de capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 22-23.

¹²³ DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006. p. 32-33.

Entretanto, não se olvida da eficácia de normas puramente educativas, preventivas ou que concedam estímulos¹²⁴.

Este regime sancionador pressupõe uma aproximação entre o Direito Administrativo Sancionador e o Direito penal. Isto porque os princípios fundamentais da atividade administrativa sancionatória não se diferenciam substancialmente dos que regem a atuação jurídica sancionatória. Destarte, ambos visam à proteção de valores substantivos e terminam por adentrar em núcleos estruturantes de direitos fundamentais dos acusados, tais como direito de defesa e a segurança jurídica, aplicando-se a ambos as cláusulas constitucionais de proteção, ainda que de forma matizada na esfera administrativa em relação à esfera jurídica¹²⁵. Também se exige nestes ramos do Direito que os direitos dos acusados sejam ponderados com razoabilidade e proporcionalidade, para que não se inviabilize a tutela dos direitos protegidos pelas normas destes campos jurídicos¹²⁶.

Outrossim, necessárias algumas considerações sobre as regras aplicáveis ao processo administrador sancionador na CVM, visto que esta é classe de processo administrativo pelo qual a autoridade administrativa aplica punições àqueles sujeitos à sua jurisdição e que praticam ilícitos, como o *insider trading*¹²⁷, ajudando a contextualizar as análises da pesquisa efetuada.

O Processo Administrativo Sancionador é regido pelo Regime Jurídico do Direito Sancionador, tendo seus contornos definidos por diversos comandos legais e por posicionamentos jurisprudenciais dos tribunais e da própria CVM. Veja-se que a competência originária para imputar a sanção está restrita à CVM, devendo o Judiciário atuar apenas como controlador secundário para exercer o controle de legalidade strictu sensu, pois a Administração Pública dispõe de poder para orientar os agentes do mercado em uma determinada direção¹²⁸.

¹²⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 25.

¹²⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 26-34.

¹²⁶ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 41.

¹²⁷ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S/A e do Mercado de Capitais**, Renovar, Rio de Janeiro, 1997. p. 147.

¹²⁸ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 42.

Nesse espeque, a LVM estabeleceu enfaticamente em seu art. 9º, inciso V¹²⁹, que os processos administrativos sancionadores no âmbito do mercado de capitais seguirão procedimento fixado pela CVM. Atualmente, as regras do procedimento ordinário do PAS estão expressas na Deliberação CVM n. 538/2008. Esta engloba as duas fases do PAS: a fase inquisitorial e a fase contraditória¹³⁰.

A fase inquisitorial se inicia a partir da instauração de inquérito administrativo, quando existentes indícios de atos que violem as normativas da CVM e não se fizerem presentes elementos suficientes de autoria e materialidade. Caso estes elementos estejam patentes é dispensada a instauração de inquérito, partindo-se diretamente ao oferecimento de termo de acusação segundo o art. 8º da Deliberação n. 538/2008¹³¹. Instaurado o inquérito este deverá ser concluído no prazo prorrogável de 90 dias¹³², período no qual a CVM poderá se utilizar de suas prerrogativas e requisitar informações para melhor apurar os fatos sob investigação¹³³. Ressalta-se que não é necessário o amplo direito ao contraditório nesta fase, o que já foi pacificado pelo STF em decisão que discutia justamente o inquérito administrativo na CVM¹³⁴.

Após a etapa investigativa e a obtenção de provas suficientes, deve ser elaborado o Relatório de acusação que, nos moldes do art. 6º da Deliberação 538 deverá conter:

“nome e qualificação dos acusados; narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da

¹²⁹ Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.

¹³⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 188.

¹³¹ Art. 8º O termo de acusação será elaborado por qualquer das Superintendências da CVM quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento. Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/index.html?numero=538&lastNameShow=&lastName=&buscado=true&pasta=deli&filtro=todos&contCategoriasCheck=1&vimDaCategoria=%2Flegislacao%2Fdeli%2F>.

¹³² Conforme a Deliberação 538: Art. 4º. Os trabalhos de investigação devem ser concluídos em 90 (noventa) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mediante pedido motivado encaminhado ao Superintendente Geral, por período que este julgue adequado para a conclusão das investigações. Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/index.html?numero=538&lastNameShow=&lastName=&buscado=true&pasta=deli&filtro=todos&contCategoriasCheck=1&vimDaCategoria=%2Flegislacao%2Fdeli%2F>.

¹³³ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 190.

¹³⁴ INQUÉRITO ADMINISTRATIVO - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento substancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa. - RE 304857, Relator(a): Min. MARCO AURÉLIO, Primeira Turma, julgado em 24/11/2009, DJe-022 DIVULG 04-02-2010 PUBLIC 05-02-2010 EMENT VOL-02388-02 PP-00366 -.

conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”

Porém, caso se convença da inexistência da infração, da inexistência de prova a fundamentar a acusação ou da ocorrência de prescrição deve ser proposto o arquivamento do inquérito administrativo¹³⁵.

Após a formulação da acusação, tem início a fase contraditória na qual o acusado sempre será intimado para contestar as alegações de acusação, bem como terá a faculdade de requerer diligências ao relator do processo. Nessa fase é possível ao acusado celebrar Termo de Compromisso, instrumento pelo qual o acusado se compromete a se ajustar ao ordenamento jurídico por meio do cumprimento de condições especificamente acordadas¹³⁶. Ao final da fase contraditória ocorrerá julgamento no Colegiado, convocado no período antecedente mínimo de quinze dias, estando garantida à defesa do acusado a realização de sustentação oral por quinze minutos prorrogáveis por mais quinze.

Havendo deliberação do colegiado no sentido de infração à norma cuja fiscalização é de competência da CVM poderão ser aplicadas as penalidades enumeradas taxativamente no art. 11 da Lei 6.385/1976:

“advertência; multa; inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários”¹³⁷.

¹³⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 205.

¹³⁶ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 243.

¹³⁷ Esta redação inclui as alterações efetuadas pela Medida Provisória n. 784/2017. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm.

Ainda, vale destacar a Medida Provisória n. 784/2017 publicada no dia 07.06.2017 e que, consoante seu art. 1º¹³⁸, dispõe sobre o processo administrativo sancionador no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários. Os dispositivos desta MP referentes à CVM encontram-se no capítulo III, constituído pelos artigos 34 a 37, e albergam mudanças no processo sancionador como a majoração das multas que podem ser aplicadas, além do poder de celebração de acordos de leniência entre a CVM e pessoas físicas e jurídicas que confessarem a prática de ilícitos que estejam na órbita jurisdicional da autarquia¹³⁹.

Este poder de celebrar acordos de leniência chegou a ser alvo de dúvidas sobre a sua constitucionalidade devido a uma possível exclusão do Ministério Público de um processo que teria elementos de natureza penal¹⁴⁰. No entanto, o Banco Central divulgou em nota que a Medida Provisória não versa sobre questões penais de alçada do Ministério Público¹⁴¹.

¹³⁸ Art. 1º Esta Medida Provisória dispõe sobre o processo administrativo sancionador nas esferas de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/Mpv/mpv784.htm.

¹³⁹ Segundo esclarecimentos emitido pela própria autarquia: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-1.html>.

¹⁴⁰ Segundo publicações de canais de mídia há a possibilidade de o Ministério Público contestar a constitucionalidade da MP 784: <https://oglobo.globo.com/economia/medida-que-cria-acordo-de-leniencia-da-mais-poderes-ao-bc-preocupa-mp-21480719>; <http://www.poder360.com.br/justica/mpf-deve-ir-ao-supremo-contramedida-de-temer-sobre-leniencias-de-bancos>.

¹⁴¹ Nota de resposta do Banco Central, enviada aos sítios Valor Econômico(Acessível em <http://www.valor.com.br/financas/5001778/bc-diz-que-medida-sobre-multas-nao-tem-relacao-com-boatos-de-delacao>) e Poder 360 (Acessível em <http://www.poder360.com.br/economia/bc-diz-que-mp-784-e-constitucional-leia-na-integra-as-respostas/>): “1. A Medida Provisória 784 aperfeiçoa os instrumentos punitivos de natureza administrativa a cargo do Banco Central (BC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em nada altera ou interfere na capacidade de investigação e de comprovação de ilícitos penais do Ministério Público. Tampouco altera o dever legal do BC e da CVM de comunicar indícios de crime ao MPF, previsto no art. 9º da Lei Complementar 105. 2. A possibilidade de acordo administrativo de leniência é apenas um dos vários aspectos do novo marco legal punitivo do Sistema Financeiro. A MP 784 trata de diversos aspectos da legislação punitiva do sistema financeiro, como a definição do processo administrativo em meio eletrônico, valores de multas, inabilitações, cassação de autorização para funcionar, termos de compromisso e a definição de irregularidades administrativas: são 17 tipos de irregularidades, como, por exemplo, realizar operações em desacordo com as normas, colocar embaraço à fiscalização do BC ou da CVM, desviar ou se apropriar indevidamente de recursos de clientes ou de terceiros, infringir normas sobre capital e limites operacionais etc. 3. O acordo de leniência refere-se tão somente a irregularidades administrativas das instituições financeiras e não penais, que continuarão a cargo do Ministério Público Federal (MPF). A MP não versa sobre questão penal da alçada de atuação do MPF (corrupção, lavagem de dinheiro, etc.). 4. Eventual sigilo sobre matéria administrativa da competência do BC não afasta a obrigação de o BC comunicar todo e qualquer indicio de crime ao MPF e a outros órgãos competentes, conforme previsto no art. 9º da Lei Complementar 105. 5. A proposta de atualização vem de uma recomendação do G20 para os Bancos Centrais e está sendo discutida amplamente desde o ano de 2012. Em dezembro do ano passado, esse projeto foi amplamente anunciado e divulgado na Agenda BC+. Portanto, a MP não tem relação com boatos de delações que surgiram a posteriori e cujo conteúdo é desconhecido. 6. A urgência da medida decorre da avaliação do Brasil, no âmbito do Financial Sector Assessment Program (FSAP), que começa no próximo mês, julho de 2017. 7. O BC está à disposição do Congresso, do MPF e de outras entidades para debater e aperfeiçoar o conteúdo da MP”.

No que tange à atuação da CVM em relação ao *insider trading*, segundo o feixe pretendido por este trabalho, mostra-se fundamental investigar a necessidade de complementação do tipo penal de *insider trading* por outras normas. Ressalta-se novamente que a LVM não define o que seria fato relevante, havendo consenso doutrinário quanto à classificação do tipo do art. 27-D, tal como dos demais crimes contra o mercado de capitais descritos na LVM, como norma penal em branco¹⁴².

Aprofundando-se nessa classificação e seguindo a subdivisão proposta por Leães¹⁴³, pode-se classificar o crime de uso de informação privilegiada como norma penal propriamente em branco, pois as fontes formais de complementação são heterogêneas já que oriundas de órgão normativo-regulamentar diverso, no caso a CVM. Por sua vez, tal dependência apenas confirma que a tipicidade administrativa tende a ser mais dinâmica, o que vale para a grande maioria dos ilícitos contra o mercado de capitais¹⁴⁴.

Todavia, apesar da dependência de conceitos utilizados no âmbito administrativo, deve haver certos limites para que não haja ofensa aos princípios elementares do direito penal, pois um tipo penal muito aberto violaria o princípio da reserva legal e transferiria a atividade incriminadora do legislador para a administração¹⁴⁵.

Logo, sem que se compreenda o significado de “fato relevante” no âmbito administrativo, não há como emitir juízo sobre os crimes de negociação com informação privilegiada¹⁴⁶. Nesse sentido, além das normas regulatórias que delimitam esse conceito como a Instrução Normativa n.358/02, faz-se essencial analisar as decisões proferidas pela CVM em processos administrativos. Destaca-se que através destes precedentes a CVM apresenta novos vieses sobre a interpretação desses conceitos e de suas próprias normas. Inclusive, as decisões do Colegiado da CVM podem servir

¹⁴² CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 613.

¹⁴³ Leães, Luis Gastão Pais de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 67.

¹⁴⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 36.

¹⁴⁵ ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo. **Os crimes contra o sistema financeiro no esboço de nova parte especial do Código Penal de 1994**. p.155.

¹⁴⁶ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 614.

de fonte para alteração de suas próprias instruções num processo de constante aperfeiçoamento¹⁴⁷.

Nesse ínterim, pode-se afirmar que nos últimos anos a CVM tem conseguido se fazer notada em virtude da sua atuação administrativa, seja por meio de penalidades em processos administrativos sancionadores quanto por meio de Termos de Compromisso, asseverando seu posicionamento quanto à diversos temas referentes ao mercado de capitais¹⁴⁸. Recentemente, casos envolvendo o grupo JBS¹⁴⁹ e o empresário Eike Batista¹⁵⁰ tiveram expressiva repercussão midiática.

Ocorre que não há na legislação dispositivo que vincule interpretações jurídicas oriundas das esferas administrativas e penais, abrindo a possibilidade de que sejam proferidas decisões de cunho interpretativo diverso ou até contraditório quando comparadas as duas esferas¹⁵¹.

A única ponte entre esses campos jurídicos é o dever da CVM de, nos moldes do art. 12¹⁵² da Lei n. 6.385/1976 e art. 9º¹⁵³ da Lei Complementar n. 105/2001, comunicar ao Ministério Público sobre o possível cometimento de crimes, mesmo antes de julgamento na própria esfera administrativa. Então, o trâmite judicial segue seu curso independente do ocorrera anteriormente no âmbito administrativo.

Crítica doutrinária revela que a escassez de normas que harmonizem o ordenamento gera insegurança quanto à atuação coerente do Estado nestas esferas. Isto

¹⁴⁷ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 614.

¹⁴⁸ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 618.

¹⁴⁹ O grupo é acusado de diversos fraudes contra o mercado de capitais envolvendo a homologação de acordo de delação premiada dos controladores do grupo perante o STF. Verificável em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1889200-cvm-instaura-inqueritos-contrajbs.shtml>; <http://www.valor.com.br/empresas/4984860/cvm-instaura-oitavo-processo-administrativo-ligado-jbs>; <http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-05/cvm-abre-inqueritos-para-investigar-jbs-no-mercado-de-dolar-futuro>.

¹⁵⁰ O empresário foi multado em R\$ 21 milhões por uso de informação privilegiada na venda da empresa OSX. Verificável em: <http://g1.globo.com/rio-de-janeiro/noticia/eike-batista-e-multado-em-r-21-milhoes-pela-cvm.ghtml>; <http://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2017-06/cvm-multa-eike-batista-em-r-21-milhoes-por-uso-de-informacao-privilegiada>; <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-condena-eike-batista-por-uso-de-informacao-privilegiada-na-osx,70001839333>.

¹⁵¹ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 619.

¹⁵² Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

¹⁵³ Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp105.htm.

se torna de sobremaneira evidenciado a partir do momento em que as searas criminal e administrativa lidam com institutos idênticos¹⁵⁴, além de as sanções administrativas e penais buscarem objetivos muitos similares¹⁵⁵. Desse modo, surgem apelos escudados no princípio da intervenção mínima¹⁵⁶ que advogam por uma limitação da lei penal quanto à atuação do Estado nos crimes contra o mercado de capitais. Nessa visão o Estado atuaria na esfera penal apenas quando a punição no âmbito administrativo se revelar insuficiente para a proteção da confiança do mercado¹⁵⁷.

Noutro giro, a teoria do bem jurídico tem sido utilizada como propulsor da assunção da mesma competência fiscalizadora por diversos entes estatais. Entretanto, esta pluralidade pode terminar por gerar insegurança jurídica aos jurisdicionados se não houver um posicionamento coerente e harmônico entre esses entes. É que, como leciona Canotilho¹⁵⁸, a segurança jurídica é fundamento do Estado de Direito que protege a boa-fé dos administrados, pois estes presumem a harmonia dos atos praticados pelos agentes públicos. Pelo contrário, a adoção de posições incoerentes entre os entes estatais deslegitima a autoridade da Administração para exercer seu poder coercitivo¹⁵⁹.

Logo, deve haver interdependência entre os entes estatais em situações que a demandem, visto que a independência entre as instâncias do Direito não pode justificar o fenômeno da “automática dupla punição de jurisdicionado, com quebra de proporcionalidade ou um conjunto de soluções contraditórias”¹⁶⁰, sob pena de violação a um só tempo dos princípios da razoabilidade, proporcionalidade e boa-fé objetiva.

Nesse contexto de omissão legislativa ganha especial relevância o papel do STF que vem fixando balizas para a conformidade global do ordenamento jurídico nacional. Por exemplo, já decidiu a corte constitucional¹⁶¹ que, no âmbito dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, decisão absolutória proferida pelo Banco Central obsta a ação penal quando as instâncias se debruçarem sobre os mesmos fatos. Este exemplo

¹⁵⁴ NORONHA, Edgar Magalhães. **Curso de Direito Penal**. São Paulo, Saraiva, 1999. p. 13.

¹⁵⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 35.

¹⁵⁶ BITTENCOURT, Cezar Roberto, **Tratado de direito penal: Parte Geral. Vol.1**. Ed. 22, São Paulo, 2016. p. 50-60.

¹⁵⁷ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76**. p. 620.

¹⁵⁸ CANOTILHO, J.J. Gomes. **Direito constitucional**. Coimbra: Almedina, 1991. p. 384

¹⁵⁹ TELLES, Antonio A. Queiroz. **Introdução ao direito administrativo**. 2 ed, São Paulo, RT, 2.000, p. 50.

¹⁶⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 66-67.

¹⁶¹ Nesse sentido, são os precedentes do STF: HC 81.324/SP, Relator Min. Nelson Jobim, DJ 23/08/2002; HC 83.674 /SP, Relator Min. Carlos Velloso, DJ 16/04/2004; e HC 95507, Relator Min. Cezar Peluso, DJ 22/04/2010.

ganha relevância na medida em que o mercado de capitais é um segmento específico do mercado financeiro, sendo possível a posterior adoção de entendimentos similares aos aplicados ao mercado financeiro. Além disso, assiste-se a uma crescente influência do princípio do *non bis in idem*, extraído do princípio¹⁶² do devido processo legal punitivo, podendo ser sintetizado como a vedação a dupla punição nos casos em que ocorre identidade de sujeitos, fatos e fundamentos auferida por meio de processo complexo interpretativo.

Apesar das relevantes ponderações dessa crítica doutrinária, a prática jurisprudencial demonstra que o uso de informação privilegiada raramente serve como fundamento legal para aplicação de punição na seara penal. Até última pesquisa realizada¹⁶³, apenas um processo¹⁶⁴ no âmbito do Superior Tribunal de Justiça, Tribunal responsável por uniformizar a interpretação das normas infraconstitucionais¹⁶⁵ como a Lei n. 6385/1976, resultou em condenação criminal nos termos do art. 27-D da LVM e em outro¹⁶⁶ o julgamento encontra-se suspenso após o voto do relator. À vista disso, urge analisar se a singular condenação por insider trading naquela Corte seguiu os parâmetros para enquadramento de fato relevante pela CVM.

3.2 A definição da CVM sobre fato relevante

Os casos julgados pela CVM analisados neste trabalho e que ajudarão a compreender o posicionamento daquela autarquia quanto à matéria debatida sofreram um recorte temporal e processual. O recorte temporal restringiu-se ao ano de 2015, escolhido por representar faixa temporal imediatamente anterior àquela em que foi prolatada a decisão judicial que servirá de comparação. Além disso, naquele ano foram proferidos 17 julgados que versavam sobre o tema “informação privilegiada” conforme

¹⁶² SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. p. 62-71.

¹⁶³ Pesquisou-se os termos “insider trading”, “uso indevido de informação privilegiada” e o filtro do art. 27-D da Lei n. 6.385/76 no sítio de pesquisa jurisprudencial do STJ (<http://www.stj.jus.br/SCON/>) no dia 22/06/2015.

¹⁶⁴ Recurso Especial n. 1.569.171 de Relatoria do Ministro Gurgel de Faria, DJE 25/02/2016.

¹⁶⁵ Segundo a Constituição Federal: Art. 105. Compete ao Superior Tribunal de Justiça. III - julgar, em recurso especial, as causas decididas, em única ou última instância, pelos Tribunais Regionais Federais ou pelos tribunais dos Estados, do Distrito Federal e Territórios, quando a decisão recorrida: c) der a lei federal interpretação divergente da que lhe haja atribuído outro tribunal.

¹⁶⁶ É o Recurso Especial n. 1.504.428 de relatoria do Ministro Marco Aurélio Belizze.

a base de dados online da CVM¹⁶⁷. Todavia, foram feitas referências à algumas decisões de faixas temporais distintas mediante a sua imprescindibilidade para a compreensão do posicionamento histórico da Comissão de Valores Mobiliários.

Já o recorte processual limitou-se aos casos em que houve instauração de Processo Administrativo Sancionador (PAS) efetivamente julgado.

Realizadas essas considerações, necessário explicar que informações procurou-se extrair dos Processos Administrativos Sancionadores analisados na pesquisa. Assim, destaca-se que o anexo deste projeto contém tabela que aglutina todos os dados relevantes para o foco temático que aqui se pretende discorrer. Esta tabela é composta por quatro colunas: (i) número e relator do processo; (ii) fatos imputados como relevantes pela acusação; (iii) critérios abstratos para definir um fato como relevante; (iv) definição da relevância do fato no caso concreto.

Quanto à primeira coluna o número objetiva identificar qual o processo pesquisado, pois é atribuída uma numeração diferente a cada PAS. Já a indicação do relator serve para apontar qual o Diretor foi responsável pelo posicionamento da Corte nas colunas (iii) e (iv), tendo em vista que na maioria dos casos o posicionamento do relator foi seguido de forma unânime pelos demais relatores. Se o posicionamento do relator não tiver prevalecido, isto também é apontado na primeira coluna com a respectiva indicação de qual Diretor proferiu o voto vencedor. Ainda, os Diretores que tenham feito manifestações concordantes ou discordantes do relator quanto aos temas das colunas (iii) e (iv) são discriminados nestas colunas.

Já a coluna (ii) enumera os fatos que foram alvos de deliberação por parte da CVM visando a averiguar se eram relevantes ou não. Veja-se que a acusação perquiriu sobre tais fatos porque julgou como necessários para a configuração de delitos administrativos que envolvam algum tipo de fato relevante.

Por fim, as colunas (iii) e (iv) merecem bastante atenção por configurarem o âmago desta pesquisa ao concentrarem dados que são essenciais para que se possa entender a posição da CVM sobre o que é informação relevante. Portanto, serão exploradas de forma a extrair conclusões pertinentes ao objeto que ora se pesquisa.

Os “critérios abstratos para definir um fato relevante” da coluna (iii), como o nome autoexplicativo sugere, foram as balizas que guiaram os Diretores na definição da relevância ou não do fato apontado como relevante pela acusação. Na maioria dos

¹⁶⁷ <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/>

processos essas balizas foram apontadas de modo explícito no começo do voto, de modo a deixar claro o que a Corte entendia abstratamente como fato relevante para em seguida aplicar no caso concreto. Mas, em alguns, isso ocorreu de modo implícito, e, em uma minoria não foi apontado nem mesmo implicitamente algum critério abstrato de relevância.

Esmiuçando os critérios percebe-se a predominância de fontes legais, regulamentares e jurisprudenciais, além de esporádicas referências à doutrina. Logo, neste ponto há clara preferência da CVM em utilizar fontes escritas do direito, em detrimento de fontes não-escritas como os costumes e os princípios gerais do direito.

No que tange às fontes legais e regulamentares, percebe-se referência quase unânime, cumulativamente ou isoladamente, ao art. 2º da Instrução 358 e ao art. 157, §4º, da Lei n. 6.404. Esta menção decorre da já explanada importância destes dispositivos para a regulamentação do *insider trading* e definição do conceito de fato relevante no ordenamento jurídico nacional.

Conforme ressaltado pelo Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS n. 2013/5793, as companhias devem ponderar sobre a relevância de um fato a partir do seu enquadramento nas balizas definidas por estes comandos normativos. Assim, fato relevante para este mesmo Diretor, consoante posicionamento emitido no PAS RJ2012/9808, é aquele relacionado à companhia que possa influir na cotação dos valores mobiliários emitidos ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários. Já para a Diretora Luciana Dias, conforme posição emanada em dois processos¹⁶⁸, de acordo com o art. 2º da Instrução 358 fato relevante é aquele que “tem o poder de alterar uma decisão de investidor racional”.

Ainda, para o Diretor Pablo Renteria¹⁶⁹ os fatos devem ser considerados relevantes à luz do que dispõe o art. 2º da Instrução 358, sem ter entrado em maiores considerações sobre o dispositivo. Enquanto o Diretor Gustavo Tavares Borba¹⁷⁰ considerou a previsão do §4º no art. 157 da Lei n. 6.404/1976 para asseverar que fato relevante é aquele capaz de afetar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Tais considerações reforçam que os dispositivos aperfeiçoaram a legislação referente à *insider trading* e fato relevante, visto que são constantemente usados como

¹⁶⁸ PAS n. RJ2013/7916; PAS n. RJ2013/2400;

¹⁶⁹ PAS n. RJ2013/4660.

¹⁷⁰ PAS n. RJ2014/2314.

parâmetros para definir a relevância abstrata de um fato. Inclusive, essa evolução jurisprudencial mereceu análise pela Diretora Luciana Dias que ponderou que, na falta de comandos normativos específicos, recorria-se a comandos genéricos como a punição à práticas não-equitativas, para punir o *insider trading*. Entretanto, isso mudou com a edição do §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/1976 e da Instrução 358 que passaram a prever o ilícito de forma específica.

Definidos os critérios normativo-regulamentares utilizados pela CVM, destaca-se que os Diretores recorrentemente se utilizaram da jurisprudência do próprio Colegiado para reforçar a aplicação dos dispositivos citados e tecer considerações sobre eles. Por exemplo, a Diretora Luciana Dias¹⁷¹ citou o PAS n. 2006/4776 que versava, dentre outros temas, sobre a relação entre o art. 157 da Lei n. 6.404, de 1976 e o art. 2º da Instrução CVM n. 358, de 2002.

Já naquele julgado se reconhecia que o entendimento da CVM sinalizava no sentido de que o art. 2º da Instrução 358/02, em seus incisos I e II¹⁷², especificou duas situações aparentemente distintas. O inciso II tem uma redação quase igual à do §4º do art. 157 da Lei 6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato poder alterar a decisão de "manter o valor mobiliário". Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a venda é sinal que a definição do inciso II é equivalente à do §4º do art. 157 da Lei 6.404/76. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e de vender), ele também está implícito no §4º do art. 157 da Lei 6.404/76.

Ademais, há farta citação de julgados para justificar o que a Corte entenderia por fato relevante, replicando-se o conceito adotado nesses julgados anteriores. Nesse espeque, a Diretora Luciana Dias¹⁷³ citou o PAS n. 06/2003 para apontar que a CVM entende que a informação é relevante se for capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores. Vale salientar que, para se chegar à essa conclusão naquele PAS, observou-se os já

¹⁷¹ PAS n. SP2013/12

¹⁷² Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários. Acessível em [file:///C:/Users/usuario/Downloads/inst358consolid%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/usuario/Downloads/inst358consolid%20(2).pdf).

¹⁷³ PAS n. RJ2012/8010; PAS n. 2013/5793.

citados parâmetros legais, bem como a jurisprudência norte-americana que produziu entendimento que sintetiza o espírito destes dispositivos: fato relevante é aquele levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações. Isto corrobora a visão de que o plexo normativo brasileiro sobre *insider trading* teve na experiência norte-americana uma de suas fontes basilares.

Ressalvada a importância desse precedente, o julgado que mais recebeu menções no que tange à definição de contornos jurídicos abstratos sobre fato relevante foi o PAS n. 2006/5928. Por exemplo, a Diretora Luciana Dias o utilizou como referência em três PAS¹⁷⁴ nos quais atuou como relatora. Isto se deve porque, como apontado pela referida Diretora nestes processos, o PAS n. 2006/5928 fez um estudo detalhado do regime legal ao qual estão sujeitos os fatos relevantes, não ocorrendo desde a sua prolação alteração no entendimento da CVM sobre a matéria.

Logo, devido ao seu caráter paradigmático, forçoso discorrer sobre esse PAS. O Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, cujo voto foi acompanhado por unanimidade, afirmou ter feito pesquisas em julgados da CVM que discorriam sobre a matéria desde os anos 2.000 para apresentar um apanhado sobre o regramento aplicável à divulgação de fatos relevantes. Outrossim, um dos tópicos desse apanhado é justamente o conceito de fato relevante definido como “o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional”.

Ainda, discorreu naquele voto que “A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer”. Esta última conclusão foi formulada tendo em vista a situação em que outros fatores e informações podem contrabalancear o efeito do novo fato, resultando na manutenção da decisão de investimento. Ao final, o relator afirmou ter feito discussão aprofundada sobre o tema no já citado PAS n. 2006/4776 que também requer um exame metódico.

Além do já exposto, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa dispôs no PAS n. 2006/4776 que o administrador deve fazer um juízo de valor sobre a probabilidade de o fato impactar a decisão de negociação dos valores mobiliários emitidos pela companhia antes de sua divulgação, o que se torna mais difícil se o fato não traz um impacto direto mensurável. Assim, além de realizar essa primeira análise probabilística, o

¹⁷⁴ PAS n. 2013/2400; PAS n. 2013/7916; PAS n.2013/10909.

administrador deve periodicamente reponderar a magnitude do impacto potencial pela probabilidade de sua ocorrência para decidir se o fato se tornou relevante.

Também asseverou que a relevância do fato independe de sua natureza, da sua ilegalidade ou ilegitimidade, ou até mesmo de impacto direto ou potencial sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isto posto, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas, ou seja, sempre analisando o contexto e não apenas o fato considerado de forma isolada.

Veja-se que apesar de ser menos citado nos votos, o PAS n. 2006/4776 trouxe argumentos consistentes à construção jurisprudencial da CVM sobre fato relevante. Assim, sublinha-se que o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes citou o PAS n. 2006/4776 para reafirmar que o que se deve considerar ao investigar a relevância de um fato é a possibilidade de a informação influenciar a intenção do investidor relacionada a determinado ativo, e não a efetiva influência, o que seria para o ministro logicamente impossível. Ainda, nota-se que este diretor¹⁷⁵ e a Diretora Luciana Dias¹⁷⁶ utilizaram o PAS n. 2006/5928 como referência para defender essa mesma tese em outros processos.

Por fim, apesar de não ter feito menção ao PAS n. 2006/4776, a ministra Luciana Dias¹⁷⁷ em um de seus votos fez alusão aos parâmetros definidos naquele PAS ao apontar que, da administração de uma companhia, se espera a análise de fatores tanto quantitativos quanto qualitativos que, conjunta ou isoladamente, possam vir a influenciar um investidor racional.

Portanto, é possível concluir que o resgate de jurisprudência é um recurso muito utilizado na CVM para estabelecer critérios abstratos acerca da relevância de um fato. Como assentado pela Diretora Luciana Dias no PAS n. SP2013/12, foi a interpretação dos art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e do art. 2º, caput, da Instrução CVM nº 358 pelos precedentes da CVM que levou à conclusão hoje reinante de que fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional, e que a relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. Nesse contexto, destacam-se os Processos Administrativos Sancionadores

¹⁷⁵ PAS n. RJ2013/10321.

¹⁷⁶ PAS n. SP2013/12.

¹⁷⁷ PAS n. SP2013/12.

ns. 2006/4776; 06/2003 e 2006/5928 como as referências jurisprudenciais mais recorrentes e cristalizadoras de um posicionamento pacífico da CVM acerca do conceito abstrato de fato relevante.

Em relação às referências doutrinárias, averiguou-se que estas são pouco frequentes e menos aprofundadas em comparação às referências legais e jurisprudenciais. Dessa forma, apenas dois processos realizaram menção acerca de critérios doutrinários sobre a relevância de um fato. No PAS n. RJ2012/9808, o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes citou artigo do Diretor Marcelo Trindade¹⁷⁸ para definir os elementos do ilícito de *insider trading* e, dentre eles, apontar que um é a pendência de divulgação de informação relevante.

Enquanto no PAS n. RJ2014/2314 o Diretor Gustavo Tavares Borba optou por mencionar doutrina estrangeira para fundamentar que “o mercado não teria como avaliar corretamente uma informação sobre negociação muito embrionária, disto decorrendo a necessidade de que exista um mínimo de consistência nessas tratativas para que seja conveniente sua divulgação ao mercado como um “fato relevante”. Extraiu-se este fundamento das observações de Paul L. Davis, professor da *London School of Economics and Political Science*¹⁷⁹.

Enfatiza-se que este auxílio buscado em doutrina estrangeira decorreu da ponderação realizada pelo relator quanto ao equilíbrio sobre as informações que são divulgadas pela companhia ao mercado. Segundo o Diretor, se por um lado o sistema de full disclosure adotado na legislação societária garante ampla informação quanto às circunstâncias capazes de influenciar o mercado de valores mobiliários, por outro não é recomendável que se divulgue toda e qualquer informação da companhia, pois tal posição extremada poderia influenciar negativamente o mercado visto que informações irrelevantes divulgadas como “fatos relevantes” podem gerar uma falsa percepção nos investidores.

Ademais, isto robustece a necessidade de análise do contexto do caso concreto para decidir pela relevância de um fato, pois, conforme pontuou o Diretor Roberto

¹⁷⁸ Artigo “**Vedações à Negociação de Valores Mobiliários**”, publicado no livro “Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos” organizado pelo prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e publicado pela Ed. Malheiros Editores.

¹⁷⁹ “If impending developments or matters under negotiation are disclosed too soon, their completion may be jeopardized and the market possibly be given information whose value is difficult to assess because it relates to inchoate matters. Tradução no voto: “Se a evolução iminente ou as questões em negociação são divulgadas muito cedo, a sua conclusão poderá ser posta em risco e o mercado terá, possivelmente, informações cujo valor são difíceis de avaliar, porque diz respeito a questões prematuras”. (Principles of Modern Company Law, Thomson Reuters - legal; Limited, 8ª ed., 2008, p. 908).

Tadeu Antunes Fernandes no mesmo processo, o fato relevante pode ter caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro.

Diante dessa análise de todos os critérios empregados para analisar a relevância de um fato, sobressaem-se duas conclusões: (i) há mais de dez anos a CVM possui orientação firme de que relevante é o fato que possui a potencialidade de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional, não sendo necessário que isso ocorra efetivamente. Este posicionamento decorreu, principalmente, da interpretação da legislação sobre a matéria, que não sofreu alterações normativas desde 2002, bem como de eventuais auxílios da doutrina e jurisprudência estrangeiras e da doutrina nacional; (ii) esta orientação isoladamente considerada não é suficiente para definir a relevância de um fato no caso concreto, visto que deve ser analisado o contexto em que o fato se insere através de um juízo realizado pela companhia por meio de fatores quantitativos e qualitativos.

Já quanto aos processos¹⁸⁰ em que não houve referência a um critério abstrato, o único modo de auferir o posicionamento da CVM sobre fato relevante é analisar as considerações feitas pelo colegiado no exame do caso concreto. Logo, para esses processos os dados da coluna (iv) da tabela de pesquisa assumem papel de destaque. Todavia, este procedimento decisório não parece aconselhável dado que a presença de relevância na informação é essencial para que se configurem os ilícitos administrativos cujas redações mencionam o elemento normativo “informação relevante”. Assim, a definição de critérios abstratos, além de dar maior robustez à argumentação do voto, homenageia o princípio da segurança jurídica, pois as partes têm a certeza de qual critério teórico norteou o Diretor na análise do caso concreto¹⁸¹.

Por sua vez, a coluna (iv) expõe os motivos pelos quais determinado fato concreto do processo correspondente foi considerado como relevante ou não. Esta etapa corresponde à aplicação do critério abstrato no fato sob análise, no qual os Diretores, segundo o entendimento prevalecente na CVM, devem verificar fatores quantitativos e qualitativos de forma global para determinar a existência ou não de relevância naquele fato. Destarte, nesse ponto surge novamente um óbice ao interpretador do direito caso não se aponte qual foi o critério teórico seguido para apontar a relevância do fato.

¹⁸⁰ PAS 2013/10579; PAS 08/2009; PAS 15/2010; PAS 2011/3823.

¹⁸¹ Marinoni explica que o cidadão necessita da certeza de que o Estado e os demais indivíduos se comportarão de acordo com o direito e que os órgãos estatais o respeitarão. Além disso, também é preciso ter a segurança de que haverá previsibilidade na consequência de suas ações, e na necessidade de a ordem jurídica possuir estabilidade. (MARINONI, Luiz Guilherme. **Os precedentes na dimensão da segurança jurídica**. Revista Jurídica. Sapucaia do Sul, v. 58, n. 398, p. 25-42, dez. 2010, pg. 26).

Em comparação a coluna (iii), observa-se que não há sempre um posicionamento unânime dos diretores quanto à relevância ou não de determinado fato¹⁸². Diferentemente dos referenciais teóricos aplicados, cuja objetividade é maior e são reiterados há vários anos, o exame do caso concreto depende de juízo realizado por cada Diretor a partir das premissas fáticas específicas daquele processo. Portanto, é maior o grau de subjetivismo e ocorre a possibilidade de divergência entre Diretores, pois cada um pode enquadrar o mesmo fato de forma diferente utilizando o mesmo conceito abstrato para informação relevante. De outro modo, cada um pode realizar um juízo diferente sobre se aquele fato tem ou não potencial para influenciar a decisão do investidor racional.

Isto posto, as particularidades de cada processo não permitem que se elabore conclusões aplicáveis a todos os processos sobre os critérios adotados pelos Diretores. No entanto, há linhas de raciocínio semelhantes que foram utilizadas e que permitem auferir, se não um critério geral e universal do Colegiado, pelo menos tendências dos Diretores em focar determinado aspecto quantitativo ou qualitativo que circunda aquele fato.

Assim, ressalta-se que a tendência mais recorrente nos julgados analisados é a de ponderar a relevância econômico-financeira do fato em questão. Em sete processos¹⁸³ essa tendência foi verificada, seja através da mensuração do valor financeiro absoluto do fato cumulada ou não com a verificação do valor relativo desse fato em relação à companhia, ou através do impacto desse fato em aspectos econômicos gerais como o tamanho de uma empresa e dados sobre sua situação econômica.

Nessa enseada, o PAS n. 2013/5793 é ilustrativo da mensuração de valores. Naquela oportunidade os diretores debruçaram-se sobre a aquisição de um grupo por outra Companhia no valor de R\$4.324.700,00 (quatro milhões trezentos e vinte e quatro mil e setecentos reais). Este valor foi analisado em relação ao patrimônio líquido da companhia e concluiu-se que correspondia a menos de 1% do patrimônio líquido. Logo, como assentado pela relatora Luciana Dias, “a operação divulgada não era relevante financeiramente.”

Quanto aos aspectos econômicos gerais, vale citar o PAS n. 2012/9808 que discutia a relevância de um reajuste tarifário no âmbito de uma companhia de

¹⁸³ PAS n. 2013/5793; PAS n. 2013/10579; PAS n. 2013/2400; PAS n. 2013/ 9904; PAS n. 2013/1730; PAS n. 2011/3823; PAS n. 2012/9808.

Saneamento¹⁸⁴. Avaliou-se que o reajuste tarifário em uma companhia cujo planejamento depende destas tarifas para a previsão de diversos dados sobre sua situação econômica como receitas, despesas, nível de endividamento, resultado do exercício e fluxo de caixa configura fato relevante. Isto porque, conforme o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, estas informações são parâmetros relevantes para um investidor racional tomar sua decisão de investimento ou desinvestimento, pois servem exatamente para fundamentar a avaliação do valor da companhia e das ações por elas emitidas.

Ainda, é possível que a ponderação da relevância econômico-financeira decorra tanto da mensuração do valor do fato como de seu impacto em aspectos econômicos gerais. Nesse ínterim, no PAS n. 2011/3823 a presença conjunta destes dois critérios acentuou de sobremaneira a relevância do fato de modo que o relator Pablo Renteria tratou a situação com naturalidade, sem adentrar explicitamente na questão. Neste caso tratava-se de operação de capitalização no valor de R\$ 120 milhões (mensuração do valor do fato de maneira absoluta) em empresa que se encontrava em difícil situação econômico-financeira (aspecto econômico geral).

Diante destas observações, insta ressaltar que a ponderação econômico-financeira não é a única que pode levar à configuração de um fato relevante. Como também demonstrado quando se abordou os critérios gerais, no PAS n. RJ2014/2314 foi assentado que um fato relevante pode ter caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro. Igualmente, as consequências dessa pluralidade de naturezas possíveis de um fato relevante no caso concreto foi debatida de forma minudente no PAS n. 2013/12.

Naquela ocasião a Relatora Luciana Dias se debruçou sobre as afirmativas do acusado de que o fato então discutido (constituição de uma joint venture) não seria relevante porque não teria impacto sobre a situação financeira da companhia, dado que representava apenas 0,007% do patrimônio líquido da Companhia investido ao longo de cinco anos. Todavia, assentou a Diretora que “um fato pode ser relevante por diversas razões que ultrapassam seu valor econômico”, pois pode ter efeitos estratégicos ou reputacionais que, segundo o juízo da administração da companhia, conferem ao fato natureza relevante.

¹⁸⁴ Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar).

Além disso, estas razões que vão além do valor econômico, por não se basearem em dados financeiros objetivos, aumentam o grau de subjetividade da análise. Inclusive, este significativo fator subjetivo dificulta o trabalho da CVM de analisar a relevância desses fatos a posteriori, o que pode ser agravado ou amenizado se o fato foi considerado como relevante ou não pela companhia. Segundo a relatora, se o fato não foi considerado como relevante pela companhia, a CVM pode analisar objetivamente aspectos ignorados pela companhia que o tornariam relevante, já se o fato foi considerado como relevante, a tarefa da CVM é mais complexa porque pode ignorar justamente aspectos subjetivos e estratégicos que a administração da companhia levou em conta no momento de classificar a informação como relevante.

Assim, na análise de constituição de joint venture de biotecnologia poderiam estar presentes potenciais vantagens estratégicas independentemente do valor da operação. Contudo, a relatora optou por analisar o ilícito por outras frentes, definindo a tarefa de analisar a relevância ou não deste fato como “difícil missão”, sendo que para esta pesquisa a constatação mais importante é a de que há fatores estratégico-subjetivos na avaliação de uma companhia que podem tornar um fato relevante independente de seu conteúdo financeiro.

Nesses casos o enquadramento do fato em um determinado contexto da companhia é primordial para ponderar sobre sua relevância, diante da falta de elementos econômicos objetivos, ou mesmo para reforçar a relevância sob a ótica de outro aspecto além do financeiro.

Exemplificativamente, no PAS n. 15/2010 discutia-se a relevância de aumento de R\$1,29 bilhão na provisão para Contingências Judiciais de uma Companhia, tendo em vista que a matéria foi tratada de modo completamente informal em reunião de acionistas, sem constar da pauta e nem da ata de reunião prévia, por meio de slide cuja cópia não foi disponibilizada. Ocorre que o histórico da companhia era que esse tipo de reunião fosse convocado mensalmente com antecedência de cinco dias úteis por e-mail com a pauta e material de apoio, logo o fato de o assunto ter sido “extrapauta” foi interpretado como elemento que reforça a sua relevância dado que sua inclusão foi feita de modo urgente em reunião periódica que discutia o interesse de acionistas.

Isto posto, pode-se afirmar que o elemento econômico-financeiro não é o único aspecto que pode influenciar na análise da relevância de um fato, pois existem outros fatores de quantificação mais subjetiva que também são capazes de influenciar na decisão do investidor.

Após o delineamento dessa tendência, outra bastante frequente nos julgados se refere à ótica temporal pela qual se analisa o fato tendo em vista a sua definitividade ou não. Em vários processos¹⁸⁵ os Diretores enfrentaram alegações de defesa de que a informação analisada ainda era preliminar e não embutia certeza suficiente que merecesse sua divulgação como fato relevante. Ou seja, a informação em si, como uma aquisição de grande vulto, podia até ser relevante, mas o estágio preliminar em que se encontrava a operação não dava azo à sua divulgação como relevante.

Para enfrentar esse fundamento, os Diretores recorreram constantemente à jurisprudência da CVM sobre o assunto. Assim, destaca-se novamente a paradigmática decisão proferida no PAS n. 2006/5928 que firmou a tese de que “não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concreto.” Logo, se houver mais de um sujeito envolvido em uma negociação e um destes já se decidir pela realização do negócio, esta intenção deve ser divulgada como fato relevante independentemente de consenso entre as partes.

Ainda, caso se trate de um processo longo este deve, conforme pacificado no multicitado PAS n. 04/04, ser divulgado gradualmente à medida que ganhe concretude de acordo com o voto do Diretor Marcelo Fernandez Trindade. Apoiando-se na experiência norte-americana ele explica que o momento do fato relevante geralmente não é representado por um evento objetivo no tempo, pois o fato isolado não é suficiente para capturar de uma só vez o impacto de uma informação relevante. Assim, deve ser considerado o processo em que se insere a formação do fato e não apenas a ocorrência do evento em si para que se divulguem as informações conhecidas até o momento, de modo a restabelecer a simetria informacional no mercado.

Ressalta-se que a existência dessas balizas jurisprudenciais não impede a ocorrência de divergência entre os Diretores quanto à relevância em determinado estágio de um processo de fato relevante. No PAS n. 2013/2314 o Diretor Gustavo Tavares Borba considerou que tratativas para a alienação de projetos de mineração estavam em estágio tão embrionário que não poderia se configurar o compromisso ou intenção de negociar. Por sua vez, o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes proferiu o posicionamento vencedor de que, a partir do momento em que a companhia decidiu

¹⁸⁵ PAS n. 2013/7916; PAS n. 2013/2400; PAS n. 2013/10321; PAS n. 2013/4660; PAS n. 2012/8010; PAS n. 2014/2314.

que o caminho para injetar recursos em momento difícil da companhia na companhia era a alienação dos projetos de mineração, havia fato relevante a ser divulgado. Verifica-se que ambos concordaram quanto à presença de intenção de negociar para caracterizar o fato relevante, mas, na ponderação de diferentes elementos que circundavam o fato em questão, discordaram quanto à existência dessa intenção.

Ainda, tema que tangencia o grau de certeza da informação é a interpretação que se dá ao poder de precificação do mercado. Nos casos em que o fato não avançou no seu processo por inteiro é possível, e previsível, que os agentes do mercado tentem prever as próximas etapas e se adiantem ao exaurimento do fato por completo. Esta questão se impôs nos casos pesquisados principalmente quando o fato depende de ato de terceiro externo à companhia para sua concretização.

Dessa forma, em três processos¹⁸⁶ discutiu-se este poder de precificação e concluiu-se pela relevância de fato concluído por ato de terceiro, mesmo quando havia razoável poder de precificação do mercado. Isto porque, por mais que houvesse grande probabilidade de exaurimento do fato, a certeza deste é sempre relevante. Nesse espeque, o processo PAS n. 2013/5793 conteve divergência sobre o assunto, enquanto a relatora ponderou que a aprovação pela CVM e pela SEC de Programa de ADRs Nível 1 seria mera formalidade, pois o mercado já havia precificado ela como esperada essencial à operação em si, o voto vencedor afirmou que não havia certeza sobre a aprovação, não sendo possível descaracterizar de plano a relevância do fato.

Disto conclui-se que uma segunda tendência na análise de casos concretos é verificar o estágio de certeza ou não do fato, analisando-o como um processo, e não um evento estanque no tempo, que merece divulgação gradual, inclusive na última etapa de conclusão. Ademais, configura-se a relevância de um fato de caráter bilateral quando uma das partes adquire a intenção de realizar o negócio.

Outra tendência identificada refere-se ao enquadramento ou não dos fatos em situações que as normativas exemplificam como informações relevantes ou quando há presunção legal relativa. Nesse íterim, apelos recorrentes das defesas de acusados se referem ao não enquadramento dos fatos imputados pela acusação no rol do parágrafo único do art. 2º da Instrução n. 358.

Entretanto, estas tentativas têm sido sistematicamente rechaçadas nos processos em que são abordadas¹⁸⁷. Isto ocorre porque os Diretores vêm reafirmando que o rol de

¹⁸⁶ PAS n. 2013/5793; PAS n. 2013/10579; PAS n. 2012/9808.

¹⁸⁷ PAS n. 2013/2400; PAS n. 2013/10321; PAS n. 2013/9904.

fatos relevantes do art. 2º da Instrução 358 é meramente exemplificativo, o que é auferível da própria redação do parágrafo único que comina: “Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:”.

Assim, a exclusão de um fato deste rol não pode ser motivo para descaracterizar de plano pela sua relevância. Pelo contrário, o que confirma a relevância ou não de um fato é a avaliação em cada caso da sua potencial influência na decisão dos investidores. Destarte, o eventual enquadramento de um fato neste rol deve servir apenas como reforço no juízo sobre a ponderação da relevância de uma informação conforme posição adotada no PAS n. 2013/9904, mas não como uma certeza absoluta.

Revisitando o critério abstrato legal, viu-se que interessa a potencialidade de influenciar a decisão do investidor e consequentemente impactar os valores negociados daquela companhia. Porém, caso ocorra um efetivo impacto, este também pode ser usado como reforço ao juízo de ponderação de que houve fato relevante no caso concreto como verificado em alguns processos¹⁸⁸.

Por fim, perpassando todas as tendências apontadas, há a preocupação quanto à forma como se divulga uma informação, de acordo com a sua relevância, em sistema de arquivamento no módulo do Sistema IPE da CVM. Isto é abordado pelo Ofício-Circular CVM/SEP¹⁸⁹ que dispõe sobre procedimento específico de divulgação quando a informação é categorizada como “fato relevante”, objetivando a ampla publicidade. Por sua vez, quando se trata de informação não caracterizada como fato relevante, mas que a companhia entenda serem úteis de serem divulgadas, isto ocorre por meio da categoria “comunicado ao mercado”.

Nos casos estudados este tema foi trazido à discussão quando se debatia a classificação da informação em categoria correta pela companhia. Concluiu-se que a CVM sempre pode fazer essa análise¹⁹⁰ e que há diversas consequências no mercado em face da postura adotada pela companhia quanto ao tema, pois se toda informação for divulgada como “relevante” gera-se mais desinformação do que informação ao mercado¹⁹¹. Já se um fato relevante for menosprezado e divulgado como comunicado ao mercado há um déficit de publicidade, dado que na categoria fato relevante a divulgação é muito mais ampla e mais abrangente do que por intermédio de

¹⁸⁸ PAS n. 2013/10321; PAS n. 2012/9808.

¹⁸⁹ OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº01/2017. P. 60.

¹⁹⁰ PAS n. 2013/5793.

¹⁹¹ PAS n. 2013/12.

comunicado, por utilizar-se de diferentes meios de comunicação, possibilitando e facilitando o acesso de um número maior de interessados¹⁹². Desta forma, exige-se sempre um juízo ponderado e razoável da companhia acerca do modo de divulgação de uma informação.

Enfim, diante da análise conjugada dos critérios abstratos e concretos utilizados pelos Diretores, averigua-se que a definição da relevância de um fato passa, na maior parte dos casos, por um raciocínio em que determinados aspectos concretos daquele fato são evidenciados e postos à luz do conceito geral dominante da “potencialidade de influência do fato na decisão dos investidores”. Ainda, estes aspectos encaixam-se em tendências da CVM sobre como interpretá-los e classificá-los.

¹⁹² PAS n. 2013/2314.

4. O CASO SADIA X PERDIGÃO

4.1 O contexto fático e o desenrolar processual do caso Sadia x Perdigão

No dia 16 de fevereiro de 2016 a quinta turma do Superior Tribunal de Justiça proferiu a primeira condenação daquele tribunal pelo crime de uso indevido de informação privilegiada. Decorridos 14 anos da tipificação do *insider trading*, no artigo 27-D da Lei 6.385/1976, esta condenação pode ser considerada um paradigma para o estudo do *insider trading* e de seus elementos no ordenamento jurídico brasileiro.

A relevância do caso decorre tanto da ampla repercussão à época¹⁹³, como por ter definido os parâmetros utilizados pela Corte na interpretação do art. 27-D, pois segundo o relator “A hipótese vertente trata da primeira condenação por crime de *insider trading* na Justiça brasileira” e “Diante da ausência de julgados a respeito do crime previsto no art.27-D da Lei n. 6.385/1976, ainda não existe no Brasil um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita naquele dispositivo.”

Dessa forma, urge apontar um breve resumo do contexto que envolve o caso, bem como os argumentos tecidos pelas partes e pelas instâncias judiciais inferiores sobre o elemento do *insider trading* foco desta pesquisa, o fato relevante, para logo após analisar o posicionamento fixado pelo STJ e estabelecer uma comparação com os parâmetros da Comissão de Valores Mobiliários.

A denúncia do Ministério Público Federal arrolou dois acusados pela prática do delito de uso indevido de informação privilegiada: Luis Gonzaga Murat Filho e Romano Ancelmo Montana Filho. Foi-lhes imputada a realização de negociação com valores mobiliários a partir da posse de informação privilegiada de que seria realizada Oferta Pública de Aquisição (OPA), por parte da sociedade empresária SADIA S.A, sobre as ações da sua principal concorrente, a PERDIGÃO S.A.

¹⁹³ Diversos veículos de mídia destacaram à época que essa era a primeira condenação por *insider trading* no Brasil: <https://oglobo.globo.com/economia/negocios/stj-mantem-condenacao-de-ex-diretor-da-sadia-por-insider-trading-18690080>; <http://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>; <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160217-1.html>.

O acusado Luis exercia a função de Diretor de Finanças e Relações com investidores da SADIA S.A.. Ele teria tomado conhecimento da informação privilegiada em 07.04.2006 e realizado compra de ADRs representativos de ações de emissão da SADIA S.A. na Bolsa de Valores de New York – EUA (New York Stock Exchange) no mesmo dia e em 29.06.2006, em nome de empresa offshore.

Já o acusado Romano era membro do Conselho de Administração da SADIA S.A e teve acesso à informação privilegiada no dia 14.04.2006. Ele teria adquirido em nome próprio o mesmo tipo de ADRs de Luis Gonzaga nos dias 05.07.2006, 07.07.2006 e 12.07.2006. Ainda, ciente de outra informação privilegiada – consistente na revogação desta OPA por parte da SADIA S.A., decidida em reunião dia 21.07.2006 – teria vendido os ADRs no mesmo dia da reunião.

A sentença do juízo de 1º instância¹⁹⁴ teceu considerações preliminares sobre a evolução histórica do uso *insider trading*. Destacou-se a origem norte-americana e a evolução legislativa brasileira pertinente ao tema, culminando na criminalização insculpida no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 de acordo com tendência mundial.

Ainda, diante da inexistência de jurisprudência sobre o tema, se utilizou de diversos apontamentos doutrinários para asseverar que o bem jurídico tutelado pela tipificação do delito é a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais. Então, o magistrado enfrentou os elementos jurídico-normativos do direito penal, dentre eles a expressão “informação privilegiada”, descrita como o nó górdio do debate travado na ação. De acordo com o juiz, o ponto de discórdia em relação à informação em questão é se eram ou não relevantes, confirmando a relevância desse caso para esta pesquisa.

Afirmou que o conceito de informação relevante encontra sua definição em outras normas jurídicas, entre elas os já comentados artigos 155, § 1º e 157, § 4º da Lei das S.A e o art. 2º da Instrução CVM n. 538/2002, infirmando a conclusão de que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários, pois pode alterar a decisão de investimento de um investidor racional. Portanto, emitiu posicionamento em consonância com o movimento majoritário da CVM.

Na análise do caso concreto, observou que uma oferta de aquisição de ações acarreta em regra uma valorização anormal dos valores mobiliários da companhia

¹⁹⁴ Inteiro teor da sentença está acessível em:
<http://www.jfsp.jus.br/assets/Uploads/administrativo/NUCS/decisoes/2011/110221insidersadia.pdf>.

emissora. Além disso, ponderou ensinamentos doutrinários e estudo empírico sobre *insider trading* para asseverar que era indubitável a relevância de potencial oferta pública. Todavia, subsistiria dúvida quanto a partir do momento em que a informação se torna relevante.

Para solucionar o imbróglio, traçou paralelo com o direito das obrigações, campo no qual a responsabilidade civil pré-contratual, no âmbito das tratativas, vem merecendo atenção por gerar expectativas legítimas. Logo, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico vultoso, como no caso em questão, já deve ser considerada relevante ainda que o negócio esteja sujeito a diversos condicionantes. Pelo contrário, admitir que a existência de condicionantes afasta a relevância do fato seria incentivo à prática do *insider trading* logo no início do negócio, pois poderia se alegar uma condição suspensiva qualquer para isso.

Também ressaltou que não se pune a mera cogitação, e sim o ato efetivo de negociação dos valores mobiliário, quando há a expectativa de que o fato interfira na cotação de valores mobiliários, não bastando a cogitação não compartilhada de uma única pessoa. Assim, ponderando as provas dos autos, concluiu que no dia 07/04/2006 se formara informação relevante, pois naquele dia a SADIA S.A. teria sido contatada pelo Banco ABN AMRO Real S.A sobre a possibilidade de realizar oferta e, em reunião informal realizada no mesmo dia na sede do banco com membros do alto escalão das empresas, elaborou-se o embrião do projeto de oferta pública de aquisições de ações da PERDIGÃO S.A.. Por sua vez, a existência de entraves jurídicos seria irrelevante, pois a informação relevante consistiria na simples possibilidade de que fosse realizada a oferta pública de aquisição de ações, tanto que a informação era mantida em sigilo.

Já quanto à informação relevante sobre a revogação da OPA, o magistrado não adentrou especificamente na questão da relevância ou não da informação, assumindo essa relevância implicitamente. Logo, após considerar as informações em questão como relevantes e sendo indubitável que os réus negociaram de posse dessas informações, o juiz proferiu sentença condenatória quanto a Luis e Romano pela prática do crime de uso indevido de informação privilegiada.

Entretanto, os réus não se conformaram e interpuseram recurso de apelação destinado ao Tribunal Regional Federal da 3ª Região, tal como o Ministério Público que intentava o agravamento das penas. No julgamento das apelações¹⁹⁵, o Relator

¹⁹⁵ Ementa pode ser visualizada no Anexo “ANEXO A – EMENTA DO ACÓRDÃO NA APELAÇÃO CRIMINAL N. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP”.

concordou com o juiz de 1ª instância quanto à necessidade de complementação do delito *insider trading* por parte do Direito Societário, classificando-o como norma penal em branco. Desse modo, o conceito de informação relevante seria revelado a partir da análise conjunta dos artigos 155, § 1º e 157, § 4º da Lei das S.A e do art. 2º da Instrução CVM n. 538/2002.

Ainda, quanto ao momento em que uma informação se torna relevante, asseverou que isto ocorre a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto, como no caso concreto em análise, ressaltando as considerações feitas pelo juízo a quo. Ademais, as dificuldades jurídicas, societárias e econômicas para concretizar a operação foram circunstâncias de somenos importância que não alteram a constatação de que a informação era mantida em sigilo, pois a sua divulgação resultaria na variação na cotação dos valores mobiliários da empresa e influenciaria na decisão dos investidores.

O TRF-3 também rechaçou o argumento de que a vedação para a negociação de ações ocorreria apenas com a irreversibilidade da fusão, porquanto o processo era demasiado complexo e houve tentativas anteriores de fusão que não obtiveram êxito. Não obstante, o mercado financeiro se vê influenciado não apenas por fatos certos e definitivos, na medida em que aposta em previsões. Assim, a condenação dos réus foi mantida e foi dado parcial provimento à apelação do Ministério Público para agravar as penas.

Também em 2ª instância os réus interpuseram embargos de declaração que restaram rejeitados¹⁹⁶, pois teriam caráter meramente infringente sem a presença dos requisitos legais aptos a justificar o seu provimento. Diante disto, os acusados ajuizaram recurso especial que foi admitido e levado a julgamento na quinta turma do Superior Tribunal de Justiça, situação que será detalhada adiante.

¹⁹⁶ Ementa pode ser visualizada no anexo “ANEXO B- EMENTADO DO ACÓRDÃO NOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO EM APELAÇÃO CRIMINAL N. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP”.

4.2 O entendimento do STJ e sua relação com o entendimento da CVM

O objetivo primordial desta pesquisa é verificar se o Superior Tribunal de Justiça adotou entendimento semelhante ou divergente quanto ao esposado pela Comissão de Valores Mobiliários nos diversos julgados analisados, tanto em relação ao conceito abstrato de fato relevante quanto às tendências definidas na análise de casos concretos. Portanto, imperativa a análise do acórdão a partir desses cortes temáticos.

Desde já se salienta que o STF manteve a decisão do STJ, ao negar recurso dos réus contra aquele acórdão em sessão virtual do dia 04.05.2017 que julgou o Agravo Regimental no Recurso Extraordinário com Agravo n. 971.036, tendo esta decisão denegatória transitado em julgado no dia 21/06/2017. O fundamento esposado pelo STF consistiu na natureza eminentemente infraconstitucional da matéria, não tendo adentrado no mérito acerca dos elementos normativos do uso indevido de informação privilegiada, e, desse modo, autorizou o uso dos parâmetros definidos pelo STJ no Recurso Especial n. 1.569.171-SP¹⁹⁷ como a mais autorizada fonte jurisprudencial sobre

¹⁹⁷ Confira-se a ementa do julgado:

PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - INSIDER TRADING. ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N. 11.719/2008. IRRETROATIVIDADE.

1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.

2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ.

3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado Insider Trading - expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano - ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema.

4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, quando o insider detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas.

5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as "informações" apenas terão relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora.

como se posiciona o Poder Judiciário Brasileiro sobre a matéria. Isto é corroborado pelas considerações do relator no STJ Ministro Gurgel de Faria que alertou para a necessidade de exame da controvérsia diante da “ausência de uma conceituação precisa do que vem a ser uma informação privilegiada”.

Inicialmente, observa-se que o acórdão julgou prejudicado o recurso especial de Romano Ancelmo Montana Filho devido à ocorrência de prescrição da pretensão punitiva, visto que já haviam transcorrido mais de quatro anos da data da publicação da sentença condenatória nos termos do art. 109, V¹⁹⁸, c/c o art. 110, § 1º¹⁹⁹ do Código

6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado", gerando "apetência pela compra ou venda de ativos", de modo a "influenciar a evolução da cotação" (CASTELLAR, João Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p.112/113).

7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia - Sadia S.A. - as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.

8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM, destacada no acórdão recorrido.

9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.

10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime.

11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos - Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. - constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, "diante da sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão", conforme destacou o acórdão recorrido.

12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário.

13. A despeito de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal in pejus.

14. Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos.

(REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016).

¹⁹⁸ Art. 109. A prescrição, antes de transitar em julgado a sentença final, salvo o disposto no § 1º do art. 110 deste Código, regula-se pelo máximo da pena privativa de liberdade cominada ao crime, verificando-se:

Penal. Destarte, o STJ não analisou a relevância da informação sobre o cancelamento da Oferta Pública de Aquisição, porquanto o uso indevido dessa informação foi atribuído apenas a Romano Ancelmo.

Para o enquadramento no tipo do art. 27- D, consignou-se que deve haver informação privilegiada. Esta resta configurada quando presentes dois critérios: sigilo e relevância, demonstrando que o STJ se alinhou ao entendimento majoritário no direito brasileiro sobre informação privilegiada. O sigilo importa que a informação não foi ainda divulgada no mercado de capitais

Já quanto ao critério geral para a conceituação de fato relevante, destacou-se que o art. 27-D da Lei n.6.385/1.976 constitui norma penal em branco, pois a legislação penal brasileira não teria detalhado o que seria informação economicamente relevante, levando à necessidade de se utilizar outros dispositivos normativos para a correta interpretação do alcance da norma.

Por sua vez, estes dispositivos seriam os arts. 155, § 1º da Lei n. 6.404/1976 e o art. 2º da Instrução Instrução 538/2002 da CVM. Em relação ao art. 2º da IN 538, frisou-se que apesar de apresentar extensa lista com 22 hipóteses de fato relevante, continha rol meramente exemplificativo, devendo ser auferida a relevância da informação conforme o contexto em que ocorreu no caso concreto.

Também se utilizou de dois doutrinadores, João Carlos Castellar, citando Costa Pinto, e José Paulo Baltazar Junior para asseverar que a informação deve estar dotada de potencialidade para influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia e na cotação de títulos ou valores mobiliários.

Vejam-se os trechos de obras doutrinárias destacados no acórdão:

Além desse critério de índole normativa, a informação 'deve ter em relação à realidade que descreve um mínimo de materialidade ou objetividade ou, noutros termos, a consciência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio', ou seja, a informação deve estar dotada de potencialidade para 'influir, de modo ponderável, na

V - em quatro anos, se o máximo da pena é igual a um ano ou, sendo superior, não excede a dois; Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2848compilado.htm.

¹⁹⁹ Art. 110 - A prescrição depois de transitar em julgado a sentença condenatória regula-se pela pena aplicada e verifica-se nos prazos fixados no artigo anterior, os quais se aumentam de um terço, se o condenado é reincidente.

§ 1º A prescrição, depois da sentença condenatória com trânsito em julgado para a acusação ou depois de improvido seu recurso, regula-se pela pena aplicada, não podendo, em nenhuma hipótese, ter por termo inicial data anterior à da denúncia ou queixa. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2848compilado.htm.

decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, tal como prevê o artigo 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976 [...] para que se possa fazer um juízo de prognose relativamente à idoneidade da informação, este autor sugere que se faça uma comparação: 'se tal informação quando publicada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento ex ante da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda de ativos, tal informação revelava idoneidade para influenciar a evolução da cotação. Se as alterações que poderia induzir fossem sensíveis, será informação privilegiada'²⁰⁰.

Ainda:

informação relevante é aquela que: a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários (price sensitive); c) seja precisa ou concreta. A informação tanto pode dizer respeito aos títulos, à companhia emissora especificamente ou a um determinado seguimento econômico²⁰¹.

Comparativamente ao entendimento da CVM, vê-se que os critérios normativo-legais foram idênticos dado que o acórdão citou os mesmos dispositivos mencionados nos Processos Administrativos Sancionadores para justificar a conceituação abstrata de *insider trading*. Portanto, o Poder Judiciário acabou por reconhecer a importância desses avanços legais como um marco no combate ao *insider trading*.

No tocante à critérios jurisprudenciais, diferentemente dos julgados examinados da CVM, não houve nenhuma menção deste por parte do acórdão. Todavia, isto não parece se dever a qualquer tipo de desprezo pela jurisprudência como fonte jurídica, mas sim pela já apontada inexistência de qualquer julgado anterior da própria Corte que versasse o tema.

Ainda, quanto à referências doutrinárias, estas aparecem mais frequentes e de forma mais determinante para a formação do entendimento final no STJ do que na CVM. Após uma análise conjugada dos critérios, esta situação parece decorrer da lacuna jurisprudencial quanto ao tema no poder judiciário que é compensada por referências doutrinárias, sempre tentando balizar a interpretação dos comandos legais.

Por fim, diferente de alguns julgados da Comissão de Valores Mobiliários, a experiência norte-americana não foi explicitamente utilizada como fonte para a definição de informação relevante. Entretanto, um breve exame dos principais *cases* da

²⁰⁰ CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os novos crimes corporativos**, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113.

²⁰¹ BALTAZAR JUNIOR, José Paulo, **Crimes Federais**, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, 10ª ed., p. 572.

experiência norte-americana poderia ter auxiliado de sobremaneira a missão pioneira de definir balizas para o fato relevante na jurisprudência brasileira, tendo em vista o largo know-how e a influência norte-americana neste tema demonstrada ao longo deste projeto.

Do exposto, conclui-se o STJ filiou-se à corrente amplamente majoritária na doutrina e na jurisprudência administrativa da CVM acerca do conceito abstrato de *insider trading*. Ademais, veja-se que a menção no acórdão à “potencialidade” de influência do fato, implica que não é necessária que ocorra uma efetiva mudança na cotação das ações ou no volume negociado. Também há de se destacar que foi firmada a necessidade de se considerar o fato a partir do contexto em que está inserido, não o analisando de forma isolada, em consonância com o que dispõe a Comissão de Valores Mobiliários acerca da indispensabilidade de se verificar fatores quantitativos e qualitativos que, conjunta ou isoladamente, possam tornar um fato relevante.

No que diz respeito à aplicação desse postulado teórico para a ponderação sobre a relevância no caso concreto, o imbróglio a ser resolvido provinha da análise da certeza da informação, pois o réu Luiz alegava que a reunião do dia 07/04/2006 era mero “encontro informal”, incapaz de ser considerado fato relevante já que não havia expectativa concreta de realização do negócio.

No entanto, o acórdão perfilhou-se ao entendimento assentado nas instâncias inferiores de que a informação era relevante. Justificou alegando que, apesar de as operações ainda estarem em negociação e o negócio inconcluso, já havia estudos de viabilidade de aquisição da Perdigão em estágio avançado. Ademais, o fato de estarem presentes na reunião pessoas do alto escalão de duas empresas – BANCO ABN e SADIA S.A – quando ficou clara a possibilidade realização da oferta, além de ter sido pedido sigilo aos presentes, pois a informação poderia influenciar no preço das ações, isenta de dúvidas o caráter relevante dessa informação.

Além disso, citando o juiz de 1ª instância, postulou que:

no âmbito da verificação da prática do insider trading, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao insider trading traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador, ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seu preço afetado.

Ou seja, o fato não precisa ser definitivo para ser considerado relevante.

Este posicionamento alinha-se à tendência que a CVM vem desenhando nos últimos anos de não exigir que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante, basta que a informação não seja meramente especulativa. Logo, o STJ também entendeu que o fato relevante deve ser analisado como um processo em que não apenas o último ato deve ser considerado relevante, mas todos aqueles que tiverem potencialidade de influenciar na decisão do investidor.

Por sua vez, outra tendência dos julgados da CVM que encontrou correspondência foi a consideração de aspectos econômico-financeiros, o que fica evidente quando se fala no voto em “expectativa de realização de negócio jurídico de vulto”. Apesar de o acórdão não realizar comparações matemáticas que são frequentes na CVM, a expressão “negócio jurídico de vulto” já evidencia que se trata da monta financeira envolvida na operação que envolveria duas grandes empresas do setor de alimentos.

Ainda, percebe-se que não houve preocupação quanto ao enquadramento do fato em questão em qualquer hipótese de fato relevante constante do rol do art. 2º, parágrafo único da Instrução 358, reforçando o que foi assentado no próprio acórdão sobre o caráter meramente exemplificativo dessa lista. Logo, seguiu-se a outra tendência identificada na CVM de não se ater a exemplos na legislação, buscando sempre localizar a relevância do fato diante do contexto em que está inserido.

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa visou elucidar o tratamento conferido pelas esferas administrativa e penal do ordenamento jurídico brasileiro à informação relevante, elemento jurídico-normativo imprescindível para a configuração do *insider trading*.

Demonstrou-se não haver no plexo normativo brasileiro instrumento que harmonize de forma segura os entendimentos proferidos nas diferentes esferas diante dos mesmos elementos. Então, o estudo e comparação dos parâmetros adotados em cada esfera são essenciais para a compreensão acerca da congruência do sistema jurídico quanto ao tema em análise.

A CVM vem desempenhando papel relevante como entidade fiscalizadora do mercado de capitais que, por base em critérios normativos, jurisprudenciais e doutrinários, vem sistematicamente adotando um conceito abstrato sobre informação relevante que preza a potencialidade de a informação interferir na decisão de investimento de um investidor racional ou na cotação de valores mobiliários.

Quanto às análises dos casos concretos, é possível estabelecer três tendências diante das peculiaridades de cada situação: (i) o mais comum é auferir a relevância do fato por meio de critérios econômico-financeiros, mas também é possível que a relevância decorra de um caráter eminentemente político-administrativo, técnico ou negocial; (ii) se o fato não for definitivo isso não o descaracteriza automaticamente como relevante, pois o fato relevante deve ser examinado como um processo, e não um evento estanque no tempo, sujeito à divulgação gradual e basta que a informação não seja meramente especulativa (iii) o encaixe do caso concreto em presunções e exemplos normativos de fato relevante é mero reforço ao juízo ponderante, mas não pode ser fator determinante, pois deve-se sempre analisar o contexto em que se insere o fato para verificar sua potencial influência sobre a decisão dos investidores.

Por sua vez, o Superior Tribunal de Justiça reconheceu que o delito de uso indevido de informação privilegiada do art. 27-D da Lei 6.385 é norma penal em branco, pois necessita de outros elementos fora da própria lei penal para definir o que é fato relevante. No RESP 1.569.171 estes elementos consistiram no conjunto normativo societário e administrativo, tal como de diversos posicionamentos doutrinários. Ao final, o conceito resultante foi o mesmo já adotado na CVM e as tendências na análise do caso concreto seguiram a mesma linha adotada na esfera administrativo-sancionadora.

Assim, é possível concluir que as esferas administrativa e penal encontram-se em tom harmônico no ordenamento jurídico brasileiro no que tange à classificação de uma informação como relevante, tanto em relação ao seu conceito abstrato como nas nuances na análise de um fato concreto.

REFERÊNCIAS

ADIER, Leandro Bittencourt, **Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas**, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.40, n.121, Malheiros, São Paulo, 2001.

ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo. **Os crimes contra o sistema financeiro no esboço de nova parte especial do Código Penal de 1994**.

BALTAZAR JUNIOR, José Paulo, **Crimes Federais**, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, 10ª ed..

BENNY, Laura Nyatung. **The Political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidences**. Harvard Law School. Discussion Paper n. 348.

BERTIN, Dirceu. **Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais**. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de mestre, 2010.

BITTENCOURT, Cezar Roberto, **Tratado de direito penal: Parte Geral. Vol.1**. Ed. 22, São Paulo, 2016.

BRASIL. Conselho Administrativo de defesa econômica. Ato de Concentração n. 08700.004860/2016-11. Voto da Conselheira Relatora Cristiane Alckmin Junqueira Schmidt no, perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 22.03.2017.

CANOTILHO, J.J. Gomes. **Direito constitucional**. Coimbra: Almedina, 1991.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A** – São Paulo, Saraiva, 2002.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os novos crimes corporativos**, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008.

CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76** – São Paulo, Quartier Latin. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. **Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

COMPARATO, Fábio Konder. **A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.49, 1982.

COSTA, Ângelo Augusto; MORAES, Renato José de. **Insider Trading**. Revista dos Tribunais. São Paulo, v.723, p. 695-702, jan. 1996.

COSTA, Helena Regina Lobo da; ALONSO, Leonardo; COELHO, Marina Pinhão. **Dos Crimes contra o mercado de capitais**. Revista Literária de Direito. São Paulo, a. X., n. 53, p.30-33, ag./set. 2004.

DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Campinas, SP: Millennium, 2003.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson. **Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta**. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

EIZIRIK, Nelson. **A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S/A e do Mercado de Capitais**, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

ESCOFFERY, David S. **A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of Private Securities Litigation Reform Act of 1995. ("PSLRA")**, 68 Fordham L. Rev. 1781 (2000). Acessível em: <http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol68/iss5/12/>.

FERNANDÉZ. PÉREZ, Nuria. **La Protección jurídica del accionista inversor**. Elcano: Ed. Aranzadi, 2000.

FERREIRA, Eduardo Paz. **A informação no mercado de capitais**. In: Direito dos valores mobiliários. Coimbra: Coimbra. Ed., 2011, v.3.

GRAU, Eros Roberto. **Elementos de Direito Econômico**. Editora Revista dos Tribunais, 1981.

KUMPEL, Siegfried. **Direito ao mercado de capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. Ed. Ver. E atual. – Rio de Janeiro, Forense, 2005.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito Brasileiro**. 2015. 148 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, 1979.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa, volume 1: teoria geral da empresa e direito societário / Ricardo Negrão**. – 12. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2015.

NETO, Benedicto de Souza Mello. **Crimes Contra o Mercado de Capitais**. – Curitiba, Juruá, 2015.

NORONHA, Edgar Magalhães. **Curso de Direito Penal**. São Paulo, Saraiva, 1999.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do insider trading**. Rio de Janeiro: CVM, 1978. Acessível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshist/estudos/anos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf.

PAULA, Áureo Natal de. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. Curitiba: Juruá, 2006.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. – São Paulo, Quartier Latin, 2005.

RODRIGUEZ, Sofia Nascimento. **A proteção dos investidores em valores mobiliários**. Editora Almeida, 2001.

SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador** – São Paulo, Saraiva, 2012.

TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. **Questões atuais envolvendo insider trading**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 12, n. 45. jul./set. 2009.

TELLES, Antonio A. Queiroz. **Introdução ao direito administrativo**. 2 ed, São Paulo, RT, 2.000.

TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. **A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico**. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 95, n. 850. Agosto/2006.

VEIGA, Alexandre Brandão. **Crime de manipulação, defesa e criação de mercado**. Coimbra: Almeida, 2001.

APÊNDICE A – DADOS COLETADOS NA CVM

Nº do PAS; Relator	Fatos Imputados como relevantes pela acusação	CrITÉRIOS abstratos para definir um fato como relevante	Definição da relevância do fato no caso concreto
2013/5793. Luciana Dias (Vencida pelo posicionamento do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes)	<p>1) Comunicado ao mercado que tratou da aquisição, pela companhia, da Solare Administração e Consultoria Ltda. e da Norte Hotelaria Administração e Consultoria Ltda. (em conjunto, “Grupo Solare”)</p> <p>2) Divulgação de fato relevante que tratou da aprovação pela CVM e pela SEC (Securities and Exchange Commission), de Programa de ADRs Nível 1.</p>	<p>Citou o PAS CVM CVM n. 06/2003 para apontar que a Corte entende que a informação é relevante se for capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores. Além disso, para ocorrer a divulgação de um “fato relevante”, deve ocorrer um juízo de valor da administração e o enquadramento no art. 2º da Instrução CVM n. 358, de 2002.</p> <p>Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes: Para que haja a correta comunicação de um fato como “relevante”, a companhia deve ponderar se este se encaixa nos termos do art. 157, §4º, da Lei 6.404, e do art. 2º da Instrução 358. Citou o PAS n. RJ2006/4776 para asseverar que o que se deve considerar é a possibilidade de a informação</p>	<p>1) Asseverou pela não caracterização de fato relevante, pois: 1.1) Houve pouca relevância financeira da aquisição, representando valor inferior a 1% do patrimônio líquido da companhia na data base de comparação.</p> <p>1.2) Aquisição comunicada aos acionistas da mesma forma que outras operações ordinárias de aquisição de ativos são costumeiramente divulgadas pela Companhia, não caracterizando novidade sob o ponto de vista estratégico. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes: Concordou com a relatora, tendo em vista que operações desse tipo eram divulgadas por meio de comunicado ao mercado, além do baixo volume financeiro em termos absolutos e relativos.</p> <p>2) Decidiu pela não caracterização de fato relevante, pois: 2.1) A companhia já havia divulgado anteriormente ao mercado que realizaria programa de ADRs Nível 1 e, apesar de nessa divulgação anterior não constar menção expressa à necessidade de aprovação da SEC e da CVM, já seria suficiente para o mercado precificar a informação</p>

		<p>influenciar a intenção do investidor relacionada a determinado ativo – e não a efetiva influência, o que seria logicamente impossível.</p>	<p>sobre o lançamento do programa independentemente das formalidades envolvidas no processo de sua implementação, visto que era formalidade esperada e essencial à operação em si. Citou o PAS n. 04/04 como precedente. 2.2) É necessário que as companhias ponderem sobre o formato na divulgação de informações, para que não se induza os investidores a erro.</p> <p>Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes: Discordou da Relatora, pois considerou que a havia chance de não aprovação pela SEC e pela CVM e que a CVM pode analisar se o formato de divulgação da companhia partiu ou não de uma avaliação legítima, mas isso demandaria uma análise específica que não ocorreu no processo. Assim, não se convenceu da descaracterização do fato como relevante.</p>
<p>RJ2013/10579. Roberto Tadeu Antunes Fernandes.</p>	<p>1) Informação divulgada em Comunicado ao Mercado sobre a aprovação de financiamentos requeridos ao BNDES e ao BNB para a construção de 14 parques eólicos, alcançando o valor de R\$904.6 milhões.</p>	<p>Não definido na decisão colegiada.</p>	<p>1) A aprovação do financiamento, diferentemente do sustentado pelo acusado, não foi ato secundário, pois era condição indispensável para a obtenção dos recursos a serem usados na construção dos parques eólicos, cuja relevância se demonstra pelo valor financiado. Ademais, não se sabia se o financiamento seria aprovado diante da complexidade de operação sujeita à decisão de terceiros.</p>

<p>RJ2013/7916. Luciana Dias</p>	<p>2) Rumores divulgados em notícias de meios de comunicação que, mais tarde, foram confirmadas na divulgação Fato relevante que informou o mercado a respeito da celebração entre a OGX e a Petronas Brasil E&P Ltda. (“Petronas”), de contrato para a venda de 40% da participação da Companhia nas concessões nos blocos BM-C-39 e BM-C-40 localizados na Bacia de Campos1, por US\$ 850 milhões (“Fato Relevante”).</p>	<p>Citou o julgamento do PAS n. RJ2006/5928 como paradigma, porque desde então não teriam sido alterados os entendimentos da casa sobre fato relevante. Assim, segundo as balizas dispostas no art. 2º da Instrução 358, fato relevante é aquele que “tem o poder de alterar uma decisão de investidor racional”.</p>	<p>2) O fato foi considerado relevante, não prosperando o argumento da defesa de que não seria devida a divulgação de fato relevante porque não havia certeza sobre a concretização da operação, por dois fundamentos: 1.1) Antes da divulgação do fato relevante, a aquisição fora aprovada pelos órgãos responsáveis na Petronas, conferindo maior concretude à operação. 1.2) Asseverou ser entendimento pacífico na corte (PAS n. 2006/5928) não ser necessário que a informação que dá causa ao fato relevante seja definitiva e completamente formalizada para a sua divulgação, inclusive podendo ser feita gradativamente.</p>
<p>RJ2013/2400. Luciana Dias.</p>	<p>1) Oferta Pública de fechamento de capital da companhia</p>	<p>Novamente, citou o julgamento do PAS n. RJ2006/5928 como paradigma, porque desde então não teriam sido alterados os entendimentos da casa sobre fato relevante. Assim, segundo as balizas dispostas no art. 2º</p>	<p>1) O fato foi considerado relevante, não prosperando o argumento da defesa de que não seria devida a divulgação de fato relevante também por dois fundamentos: 1.1) ainda que não houvesse certeza sobre a concretização da operação, é entendimento pacífico na corte (PAS n. 2006/5928) não ser necessário que a</p>

		da Instrução 358, fato relevante é aquele que “tem o poder de alterar uma decisão de investidor racional”.	informação que dá causa ao fato relevante seja definitiva e completamente formalizada para a sua divulgação, inclusive podendo ser feita gradativamente conforme já decidido no PAS n. 04/04. 1.2) A lista do art. 2º, § único, da Instrução CVM n. 358 não é exaustiva, e, para se concluir sobre a relevância da informação, deve se avaliar em cada caso a potencial influência na decisão dos investidores. Considerou que as operações de fechamento do capital sempre geram interesse dos investidores, mas, neste caso em específico, em que a Companhia estava em situação financeira delicada e com preços depreciados, a informação é ainda mais sensível à decisão de investimento ou desinvestimento. Assim, fica confirmada a relevância do fato.
RJ2013/10909. Luciana Dias	1) Compra da participação de	Fez as mesmas referências ao	Afirmou que nem o próprio acusado negava a

	<p>Eike Batista na MPX, de 24,5% do capital social, pela E.ON e aumento de capital da Companhia em pelo menos R\$1,2 bilhão.</p>	<p>julgamento do PAS n. RJ2006/5928, sendo relevantes as decisões necessárias para a tomada de investimento.</p>	<p>relevância da informação caso esta fosse concretizada. O acusado só não concordava que a informação fosse relevante quando ainda não havia uma estrutura acordada sobre o que veio a ser a operação final, mas para a relatora não é necessário que a informação que dá causa ao fato relevante seja definitiva ou já esteja formalizada (PAS RJ 2006/5928), cabendo aos administradores e controladores da Companhia a divulgação de informações conhecidas até o momento e suficientes para restabelecer a simetria informacional no mercado (PAS RJ2011/8224), inclusive podendo ser feito gradativamente(PAS n. 04/04).</p>
<p>RJ2013/10321. Roberto Tadeu Antunes Fernandes</p>	<p>1) Fato relevante acerca dos estudos em curso sobre a realização de oferta pública de aquisição para fechamento de capital da CCX.</p> <p>2) Alteração da data do leilão da</p>	<p>Decidiu que Fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do</p>	<p>1) Afirmou ser inegável que a decisão de uma sociedade anônima de promover o cancelamento de seu registro de companhia aberta é relevante, pois tem o poder de impactar os</p>

	<p>OPA da CCX publicada por meio de Comunicado ao Mercado.</p> <p>3) Desistência da Oferta Pública da CCX.</p>	<p>mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, nos termos do art. 2º da Instrução CVM n. 358/02. Citou o PAS RJ2006/5928 como paradigma para apontar que o que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer.</p>	<p>valores mobiliários da companhia e a decisão dos investidores, sendo exemplo de fato potencialmente revelante no art. 2º, par. único da Instrução 358 e não dispondo os acusados em sentido contrário. Dúvida existia quanto à relevância dos estudos iniciais sobre o assunto, mas para o relator a informação deve ser considerada relevante, pois:</p> <p>1.1) a lista contida no art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM n. 358/02, não é exaustiva, mas sim exemplificativa, e a relevância da informação e o seu potencial de influir na decisão do investidor devem ser analisados caso a caso.</p> <p>1.2) Não há necessidade da operação ter sido concluída para ensejar a divulgação do fato relevante, as tratativas e a expectativa da realização de um negócio relevante para a companhia são suficientemente capazes de influenciar na decisão do</p>
--	--	---	---

			<p>investidor. 1.3) o efetivo impacto da informação é dispensável, pois o que se tutela é a equidade informacional entre os agentes (PAS RJ 2006/4776).</p> <p>2) A OPA, devido às especificidades do caso, era complexa e, portanto, é natural que a data do leilão sofresse alteração em função do transcurso de análise do processo de registro da OPA, e não por deliberação do ofertante. Assim, não pode ser equiparada a uma projeção nos termos da Instrução 358 para caracterização como informação relevante.</p> <p>3) A informação reveladora da desistência da OPA também é relevante, pois igualmente tem o potencial de interferir na cotação das ações e na decisão dos investidores, entendimento que sequer foi negado pelo Acusado.</p>
RJ2013/9904.	1) Informação divulgada por fato	Apenas citou a	1) Considerou o fato como

Roberto Tadeu Antunes Fernandes	relevante sobre os termos e condições na associação entre a Amil e a UHG, que resultou na alienação do controle da primeira.	importância de se observar as presunções de fato relevantes estabelecidas no art. 2º da Instrução 358.	relevante, enquadrando-o na hipótese do art. 2º, parágrafo único, inciso I, da Instrução 358 que assevera ser fato potencialmente relevante “assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva”. Ademais, a união da Amil com empresa do porte da UHG certamente influenciaria na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores, o que foi reforçado pela continuidade na valorização das ações após a divulgação do fato relevante.
08/2009. Pablo Renteria	<p>1) Inclusão da Telebrás no projeto de universalização da internet de banda larga, conduzido pelo Ministério das Comunicações.</p> <p>2) Concessão de Crédito extraordinário à Companhia no valor de R\$20.000.000,00 por meio da MP 405, pois a União pretendia</p>	Não definido no voto.	1 e 2) O relator não abordou especificamente a questão da relevância do fato. Mas concluiu que houve oscilação atípica na cotação e no volume de ações de emissão da Telebrás, ensejando a divulgação de fato relevante. Portanto, reconheceu ambos os fatos como relevantes.

	capitalizá-la.		
RJ2013/4660. Pablo Renteria	<p>1) Celebração, pela Refinaria Manguinhos, de protocolo de intenções com a Multiner, visando à realização de estudos sobre a viabilidade de instalação de termelétrica dentro de sua planta.</p> <p>2) Celebração, pela Refinaria Manguinhos, de protocolo de intenções com a Petrobras para a realização de estudos de oportunidade de negócios conjuntos.</p>	Os fatos devem ser considerados relevantes à luz do art. 2º da Instrução 358.	1 e 2) Se sustentou na jurisprudência da CVM (PAS RJ2006/5928 e PAS RJ2012/10069) para concluir que as tratativas e a expectativa de realização de um negócio importante para a Companhia constituem, por si só, fato relevante.
RJ2012/8010. Luciana Dias	<p>1) Aumento de Capital pela administração da Companhia, a qual teria sido discutida em reuniões do conselho de administração.</p> <p>2) Motivos que embasaram a decisão de impulsionar um aumento de capital, no caso a delicada situação financeira da Companhia.</p>	A relatora recorreu à jurisprudência da CVM (PAS n. 06/2003), reafirmando que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores.	1) Discordou da defesa que pugnava pela irrelevância do fato, visto que o assunto teria sido abordado somente de modo preliminar, sem que fossem discutidos todos os elementos necessários para uma efetiva proposta de aumento de capital. Elencou dois motivos para tanto: 1.1) A ata de reunião deixou claro que se decidiu pelo aumento de capital, ainda que visse a ser detalhado posteriormente.. 1.2) Ainda que fosse preliminar não deixa de ser relevante, uma vez que poderia influenciar, de modo ponderável, a decisão de investidores racionais acerca da compra e venda

			<p>de valores mobiliários consoante o art. 2º da Instrução 358.</p> <p>2) Asseverou que a acusação e acusado concordavam quanto à relevância de informações acerca da situação financeira da companhia. Ainda, citou a presunção do art. 13, §4º da Instrução 358 de que existe informação privilegiada no período de 15 dias que antecede a divulgação de informações financeiras. Portanto as demonstrações financeiras de uma companhia são relevantes antes de serem divulgadas.</p>
SP2013/12. Luciana Dias	<p>1) Divulgação, pela Hypemarcas, da fato relevante sobre a constituição de uma joint venture denominada BIONOVIS S.A. – Companhia Brasileira de Biotecnologia Farmacêutica (“BioNovis”), na qual a Companhia deteria participação correspondente a 25%.</p>	<p>Destacou que a interpretação dos art. 157, §4º, da Lei n. 6.404/1976, e do art. 2º, caput, da Instrução CVM nº 358 pelos precedentes da CVM leva à conclusão de que fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. Ainda, a relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado conforme decidido no PAS</p>	<p>1) A relatora não se convenceu pela argumentação da defesa de o fato seria irrelevante devido ao baixo montante envolvido na operação, apenas 0,007% do patrimônio líquido da Companhia investidos ao longo de 5 anos. Outrossim, teceu importantes considerações sobre a possibilidade de um fato ser considerado relevante por razões que ultrapassem seu valor econômico, quando tiver consequências reputacionais ou estratégicas que a administração da companhia, em seu poder discricionário, julga dignas de divulgação como fato relevante. Inclusive, isto inclui um difícil elemento subjetivo na análise. Ainda, afirmou existir diferença na facilidade de uma análise pela CVM quando a</p>

		<p>RJ2006/5928. Por fim, afirmou que se espera a análise de fatores tanto quantitativos quanto qualitativos que, conjunta ou isoladamente, possam vir a influenciar um investidor racional.</p>	<p>informação foi divulgada como relevante ou não, pois se não foi divulgada como fato relevante, a CVM tem mais liberdade para analisá-la objetivamente e questionar a decisão da administração se identificar aspectos que, apesar de previamente ignorados, tornariam aquela informação relevante. Já, se não foi divulgada como fato relevante, o julgamento é mais complexo porque a CVM pode estar ignorando aspectos subjetivos e estratégicos que a administração da companhia levou em conta e, portanto, ainda que seja possível afastar o critério da relevância, esse processo é difícil e inconveniente para a CVM, bem como é arriscado para a companhia. Também ponderou que a criação de categorias diferentes de comunicação leva a um necessário juízo de ponderação por parte das companhias, pois se toda informação for divulgada como “relevante” gera mais desinformação do que informação ao mercado. Por fim, considerou que uma joint venture para formar uma nova empresa de biotecnologia pode oferecer potenciais vantagens, independentemente do valor do investimento, terminando por não se pronunciar de maneira definitiva sobre a relevância do fato porque existiam outros elementos que permitiriam a solução</p>
--	--	---	--

			da controvérsia.
RJ2013/1730. Luciana Dias.	1) Informação divulgada por fato relevante de que o Hospital Nossa Senhora de Lourdes, único ativo do Fundo de Investimento Imobiliário – FII Hospital Nossa Senhora de Lourdes, solicitaria à Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária, administradora do Fundo, a redução do aluguel de suas instalações em aproximadamente 33%.	A relatora ponderou que, por falta de dispositivo legal específico, a CVM utilizava comandos genéricos, como o referente à práticas não-equitativas, para enquadrar a prática do uso indevido de informação privilegiada. Todavia, a legislação evoluiu e passou a tratar dessa prática no §4º do art. 155 da Lei n. 6.404/1976 e na Instrução 358. Assim, a jurisprudência majoritária desde 2001 entende que a vedação à negociação da Instrução 358 tem suporte legal no art. 155, §§1º e 4º da Lei n. 6.404/1976.	1) Concluiu-se que não há dúvidas que a informação de redução do valor do aluguel era uma informação relevante ao mercado e aos cotistas do Fundo, pois se tratava de único imóvel daquele Fundo de investimento e a redução desse valor impactaria diretamente na rentabilidade do fundo, levando à desvalorização das suas cotas em mercado. Diretor Gustavo Tavares Borba: Concordou com a relatora, afirmando que aparentemente não havia dúvida quanto à "relevância" do pedido de redução, em percentual superior a 30%, do valor do aluguel do imóvel, único patrimônio único do fundo em questão.
RJ2014/2314. Gustavo Tavares Borba (Vencido pelo posicionamento do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes)	1) Divulgação em 14.08.13, pela CCX, de Comunicado ao Mercado afirmando que estaria "em tratativas para potencial alienação dos projetos de mineração a céu aberto Cañaverale e Papayal, ambas de titularidade de sua controlada	Considerou que a legislação societária, no que se refere às companhias abertas, adotou o sistema do full disclosure (PAS n. RJ2008/12124, RJ 2012/14871, RJ2012/3787, RJ 2011/14514), segundo o qual os administradores estão obrigados a divulgar qualquer fato relevante	Primeiramente, definiu o relator que a operação de venda dos ativos era inequivocamente relevante, pois o valor dos projetos foi estimado em US\$ 75 milhões, o que representava 55% da capitalização de mercado da Companhia em bolsa na época. Além disso, a precificação dos dois projetos era importante porque serviria de base para avaliar os demais ativos, cuja venda também era especulada pelo mercado devido à situação financeira

	<p>indireta CCX Colômbia S.A.</p> <p>2) Celebração em 23.09.13 de Memorando de entendimentos com a empresa T., comprometendo-se a celebrar acordos definitivos referentes à venda dos Projetos pelo valor aproximado de US\$ 75 milhões dentro das semanas seguintes.</p>	<p>capaz de afetar, “de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”, segundo a previsão do §4º no art. 157 da Lei n. 6.404/1976. Ademais, se, por um lado, deve-se garantir ampla informação quanto às circunstâncias que são aptas a influenciar substancialmente o mercado de valores mobiliários, por outro, não se pode assumir uma posição extremada de divulgar toda e qualquer informação relacionada à companhia, pois esse excesso de informação poderia causar efeitos colaterais que também seriam danosos ao mercado, uma vez que informações irrelevantes, divulgadas sob a roupagem formal de “fatos relevantes”, poderiam influenciar erroneamente os investidores. Assim, o mercado</p>	<p>delicada pela qual o grupo EBX passava na época e haja vista que os dois projetos em referência representavam 15 a 20% das reservas de carvão da CCX. Isto posto, definiu quanto aos fatos relevantes que serviram de base para a acusação que:</p> <p>1) Entendeu que o estágio das negociações seria tão embrionário que não se poderia afirmar que já houvesse negociação minimamente estruturada ou compromisso/intenção de aquisição que pudessem ser qualificados como relevantes, classificando como especulações que não trariam benefício ao mercado (IA n. 22/99). Assim, a divulgação ao mercado consistiu em cautela do acusado diante de oscilação atípica, não se caracterizando fato relevante. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes: Discordou do relator, porquanto a partir do momento em que se definiu que o caminho a ser percorrido para injetar recursos em período conturbado na Companhia passava pela venda de 20% de suas reservas de carvão, havia sim um fato relevante a ser divulgado, já tendo isso sido alvo de troca de mensagens entre as companhias no dia 15.07.2013, refletindo a intenção de se concluir a negociação. Ademais, o entendimento da CVM (PAS n. 22/99; RJ2012/3168;2013/10321;</p>
--	---	---	--

		<p>não teria como avaliar corretamente uma informação sobre negociação muito embrionária, disto decorrendo a necessidade de que exista um mínimo de consistência nessas tratativas para que seja conveniente sua divulgação ao mercado como um “fato relevante”, questão de análise polêmica e difícil conforme doutrina estrangeira citada. Ainda, existem situações nebulosas em que se deve analisar o caso concreto, pois de acordo com o contexto a mesma situação pode ou não ser relevante.</p> <p>Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes:</p> <p>Baseou-se no art. 2º da Instrução 358 para afirmar que considera-se relevante a decisão de acionista controlador, da assembleia geral ou dos órgãos de administração, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro relacionado aos</p>	<p>RJ2006/5928) é no sentido de que a divulgação de fato relevante deve ser gradativa, à medida que as tratativas forem ocorrendo, cabendo à companhia também divulgar todas as incertezas que cercam a operação em curso. Assim, a divulgação deve se dar independentemente de existir consenso entre as partes, bastando que pelo menos uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio. Ainda, a informação deveria ser divulgada por fato relevante e não por comunicado ao mercado, visto que através de fato relevante a divulgação é muito mais ampla e mais abrangente do que por intermédio de comunicado, por utilizar-se de diferentes meios de comunicação, possibilitando e facilitando o acesso de um número maior de interessados, cumprindo, desta forma, os objetivos perseguidos pela regulação de prover os participantes do mercado de informações indispensáveis para a tomada de decisão.</p> <p>2) Entendeu que esse fato já configurava estágio mais avançado de negociação, dado que a discussão de um memorando de entendimentos, ainda que não se trate de um acordo final ou contrato vinculante, demonstrava um posicionamento substancial da Transwell em efetivamente realizar a compra dos projetos.</p>
--	--	--	--

		seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia e na decisão dos investidores.	Inclusive, a celebração de memorando de entendimento incluiu a realização de due diligence, configurando o grau de negociação como um fato relevante apto a influenciar, de modo ponderável, o valor das ações da companhia. Por fim, seguindo entendimento da CVM (PAS n. 04/04) o “fato relevante” não é um ponto isolado configurado pela assinatura de determinado instrumento, mas, sim, um processo, entendido como uma sucessão de acontecimentos que sejam aptos a influenciar o mercado, considerou o fato como relevante. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes: Concordou com o relator.
15/2010. Roberto Tadeu Antunes Fernandes	1) Fato Relevante referente ao aumento de R\$1,29 bilhão na provisão para Contingências Judiciais na Brasil Telecom S.A. (“BrT”), reconhecido em demonstrações financeiras da companhia e resultando em ajuste contábil.	Não definido no voto, se ateu às ponderações aplicadas ao caso concreto.	1) Considerou a informação relevante, pois: 1.1) o fato de ter sido comunicada a necessidade de constituição de provisão adicional, sem que a mesma constasse da pauta previamente distribuída de reunião que ocorria mensalmente entre participantes representativo, indica que a informação era relevante e urgente. 1.2) Já havia ocorrido ajuste contábil anterior divulgado como fato relevante, portanto novo ajuste contábil seria igualmente relevante visto que impactaria o balanço do BRT. 1.3) Na reunião apresentou-se que o valor seria de R\$1,1 bilhão, representando um acréscimo de 73% à

			<p>estimativa anterior, demonstrando a sua relevância, e, a posterior validação do valor em R\$1,29 bilhão demonstrou que a informação era consistente, e não preliminar e incerta. 1.4) O fato de o assunto ter sido tratado como extrapauta é prova de que não poderia esperar a próxima reunião para informar aos acionistas sobre alterações significativas no balanço da companhia.</p>
<p>RJ2011/3823. Diretor Pablo Renteria</p>	<p>1) Operação de capitalização da LAEP, controladora indireta da Parmalat, no valor de R\$ 120 milhões pelo fundo de investimento GEM – Global Yield Fund Limited, por meio de uma operação de subscrição privada conhecida como PIPE - Private Investment in Public Equity.</p> <p>2) Fato relevante que informou a conversão de parte da dívida da LAEP com “importantes credores estratégicos” em ações de Classe A.</p>	<p>Não foram apontados critérios abstratos.</p>	<p>1) A questão da relevância do fato não foi enfrentada de forma explícita no acórdão, de forma que a presença de relevância foi tratada como natural pelo relator devido à monta da injeção de recursos (R\$120 milhões) em empresa com difícil situação econômico-financeira.</p> <p>2) A relevância da informação também foi tratada de forma natural, pois o fato implicaria em diminuição relevante da dívida da companhia.</p>

**ANEXO A – EMENTA DO ACÓRDÃO NA APELAÇÃO CRIMINAL N.
0005123-26.2009.4.03.6181/SP**

Acórdão 8433/2013

APELAÇÃO CRIMINAL Nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP
2009.61.81.005123-4/SP

RELATOR : Desembargador Federal LUIZ STEFANINI
APELANTE : Justica Publica
ASSISTENTE : Comissao de Valores Mobiliarios CVM
ADVOGADO : JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH
APELANTE : LUIZ GONZAGA MURAT JUNIOR
ADVOGADO : CELSO SANCHEZ VILARDI e outro
APELANTE : ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO
ADVOGADO : MIGUEL REALE JUNIOR e outro
APELADO : OS MESMOS
EXCLUIDO : ALEXANDRE PONZIO DE AZEVEDO (desmembramento)
No. ORIG. : 00051232620094036181 6P Vr SAO PAULO/SP

EMENTA

PENAL E PROCESSUAL PENAL - CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS - USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - *INSIDER TRADING* - ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76 - JUSTIÇA FEDERAL - COMPETÊNCIA - AUTORIA, MATERIALIDADE E DOLO - COMPROVAÇÃO - OFENSA AO BEM JURÍDICO TUTELADO NO BRASIL - REPRIMENDAS QUE DEVEM SER MAJORADAS - PENA DE MULTA - FUNDO PENITENCIÁRIO NACIONAL - ARTIGO 72 DO CP - INAPLICABILIDADE - FIXAÇÃO DO DANO MORAL COLETIVO (ART. 387, VI, CPP) - APLICAÇÃO - APELAÇÃO MINISTERIAL PARCIALMENTE PROVIDA - APELAÇÃO DEFENSIVA DESPROVIDA .

1. - A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo "mercado de capitais" não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários.

2.- Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade indubitosa ante a prova documental coligida.

3.- Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa, e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar

de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior.

4.- O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.

5.- Reprimendas que devem ser majoradas, diante da exasperação da pena-base.

6.- Nos termos do artigo 49 do CP, a multa deverá ser revertida ao fundo penitenciário, *in casu*, ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN), consoante artigo 2º, V, da Lei Complementar federal 79/94, uma vez que não há previsão expressa na Lei nº 6.385/76 especificando o destino da mencionada pena pecuniária.

7.- Alinho-me ao entendimento explanado por Paulo José da Costa Júnior (Comentários ao Código Penal, pág. 248), no sentido da inaplicabilidade da apontada norma legal (art. 72 do CP) ao crime continuado, pois nessa hipótese "não há concurso de crimes mas crime único e, desta forma, em paralelismo com a pena privativa de liberdade, a unificação deve atingir também a pena de multa".

8. - O artigo 387, IV, do CPP deve ser aplicado, *in casu*, sem haver cogitar-se em ferimento a quaisquer preceitos constitucionais ou legais, porquanto trata-se de norma de direito processual (e não material), aplicável, pois, de imediato, nos termos do previsto no artigo 2º do Código de Processo Penal. O dispositivo legal em comento possui caráter reparatório, pois visa a compensar os danos causados pelos acusados. Não se trata de nenhuma novidade, pois o artigo 91 do CP já disciplinava a reparação civil. Na verdade, o art. 387, IV, do CPP, com redação modificada pela Lei nº 11.719/08, surgiu tão-somente para assegurar maior eficácia ao que determinava o artigo 91 do CP.

9. - O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (L. 8.078/90, art. 6º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (L. 7.347/85, art. 1º, IV). Ainda, compete ressaltar, a existência da Lei nº 7.913, de 07.12.1989 que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

10. - Muito embora o interesse tutelado no caso vertente não se refira aos interesses dos consumidores, nada impede a utilização das disposições contidas no Código de Defesa do Consumidor, tendo em vista que quaisquer espécies de interesses coletivos serão abarcadas pela sobredita legislação.

11. - A par disso, tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto a Lei de Ação Civil Pública constituem um microsistema jurídico que tutela interesses coletivos ou difusos. Dessa forma, torna-se plenamente cabível a reparação de danos morais coletivos na ação cível pública prevista na Lei nº 7.913/89.

12. - Segundo o autor Leonardo Roscoe Bessa (Dano moral coletivo, *in* Revista de Direito do Consumidor nº 59/2006), a disciplina do dano moral coletivo não está restrita apenas ao modelo teórico da responsabilidade civil privada de órbita individual. No entanto, prossegue o autor que "em face da exagerada simplicidade com que o tema foi tratado legalmente, a par da ausência de modelo teórico próprio e sedimentado para atender aos conflitos transindividuais, faz-se necessário construir soluções que vão se utilizar, a um só tempo, de algumas noções extraídas da responsabilidade civil, bem como de perspectiva própria do direito penal".

13. - Assim, no caso vertente, em que estão em discussão danos aos interesses do conjunto de investidores do mercado de valores mobiliários, a tutela efetiva do referido direito coletivo se sobressai no aspecto preventivo da lesão, em homenagem aos princípios da prevenção e precaução. Desse modo, o dano moral coletivo se aproxima do direito penal, sobretudo pelo seu aspecto preventivo, ou seja, de prevenir nova lesão a direitos transindividuais.

14. - O dano moral coletivo reveste-se também de caráter punitivo pela qual sempre esteve presente também nas relações privadas individuais, *v.g.*, *astreintes* e cláusula penal compensatória. Assim, o caráter dúplice do dano moral individual consiste na indenização e na punição que também se aplicam ao dano moral coletivo.

15. - Enfim, o dano moral coletivo constitui-se de uma função punitiva em decorrência de violação de direitos metaindividuais, sendo devidos, portanto, no caso em tela, prescindindo-se de uma afetação do estado anímico (dor psíquica) individual ou coletiva que possa ocorrer.

16. - *In casu*, além do *insider* ter praticado a conduta delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, ele violou, da mesma forma, as disposições contidas nos artigos 153 e 155 da Lei nº 6.404/76, bem como no art. 1º, I e II, da Lei nº 7.913/89.

17. - Com relação ao *quantum* a ser fixado a título de "valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração", um dos parâmetros a ser utilizado, será o montante que desestime o infrator para a prática de conduta delitiva. Ademais, utilizarei os parâmetros previstos na Lei nº 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que a referida lei estabeleceu a previsão de multas administrativas no artigo 11, bem como especificou a tutela do bem jurídico protegido pela norma penal.

18. - Há de se ressaltar que o *quantum* fixado para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível.

19. - Apesar das previsões contidas nos artigos 13 da Lei nº 7.347/85 e art. 2º, § 2º, da Lei nº 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de *insider trading*.

20. - Preliminar rejeitada. Improvimento do recurso defensivo. Parcial provimento da apelação ministerial.

ACÓRDÃO

Vistos e relatados estes autos em que são partes as acima indicadas, decide a Egrégia Quinta Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, por unanimidade, afastar a preliminar acerca da incompetência absoluta da Justiça Federal, e negar provimento à apelação defensiva, e, dar parcial provimento à apelação ministerial, a fim de majorar as penas impostas aos coacusados **Luiz Gonzaga Murat Filho** para 02 (dois) anos, 06 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão, em regime aberto, e **Romano Ancelmo Fontana Filho** para 02 (dois) anos e 01 (um) mês de reclusão, em regime aberto, bem como determinar que o valor da pena de multa seja destinado ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN). Reconheceu, por fim, em relação a cada um dos réus, o dever de indenizar os prejuízos sofridos à título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) para o acusado Luiz Murat, e, de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil,

trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) para o acusado Romano Ancelmo, nos termos da fundamentação supra, mantendo-se, no mais, a r. sentença "a quo".

São Paulo, 04 de fevereiro de 2013.

LUIZ STEFANINI

Desembargador Federal

**ANEXO B- EMENTA DO ACÓRDÃO NOS EMBARGOS DE DECLARAÇÃO
EM APELAÇÃO CRIMINAL N. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP**

Acórdão 9997/2013

EMBARGOS DE DECLARAÇÃO EM APELAÇÃO CRIMINAL Nº 0005123-
26.2009.4.03.6181/SP

2009.61.81.005123-4/SP

RELATOR : Desembargador Federal LUIZ STEFANINI
EMBARGANTE : Justica Publica
EMBARGADO : ACÓRDÃO DE FLS.
INTERESSADO : OS MESMOS
INTERESSADO : LUIZ GONZAGA MURAT JUNIOR
ADVOGADO : SP120797 CELSO SANCHEZ VILARDI e outro
INTERESSADO : ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO
ADVOGADO : SP021135 MIGUEL REALE JUNIOR e outro
ASSISTENTE : Comissao de Valores Mobiliarios CVM
ADVOGADO : RJ113693 JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH
EXCLUIDO : ALEXANDRE PONZIO DE AZEVEDO (desmembramento)
No. ORIG. : 00051232620094036181 6P Vr SAO PAULO/SP

EMENTA

**PENAL - EMBARGOS DE DECLARAÇÃO - AUSÊNCIA DE OMISSÃO,
OBSCURIDADE, AMBIGUIDADE OU CONTRADIÇÃO - IMPROVIMENTO DOS
EMBARGOS.**

1. Nos embargos de declaração devem ser observados os requisitos do art. 535 do CPC, eis que não são meio hábil ao reexame da causa. É incabível nos Embargos rever decisão anterior, reexaminando ponto sobre o qual já houve pronunciamento.
2. Não demonstrada a alegada omissão, contradição, ambiguidade ou dúvida, devem os embargos ser desprovidos.
3. In casu, a decisão embargada examinou todas as questões colacionadas em sede de embargos de declaração, não havendo qualquer omissão, contradição, ambiguidade ou dúvida na decisão impugnada, de maneira que eventual inconformismo dos embargantes frente ao pensamento esposado no voto deve ser objeto de recurso próprio, não possuindo os embargos de declaração efeito infringente, ou seja, inviável a sua oposição para impugnar o mérito da decisão, quando não presentes quaisquer de seus requisitos legais.
4. Improvimento dos embargos.

ACÓRDÃO

Vistos e relatados estes autos em que são partes as acima indicadas, decide a Egrégia Quinta Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, por unanimidade, negar

provimento aos embargos, nos termos do relatório e voto que ficam fazendo parte integrante do presente julgado.

São Paulo, 30 de setembro de 2013.

LUIZ STEFANINI

Desembargador Federal
